ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

コロナ禍と農泊の今後…… 1

情勢判断

国内経済金融

コロナ禍で過去最大級のマイナス成長となった日本経済

～7～9月期のリバウンド後は足踏みする可能性も～ … 2

米国経済金融

雇用と消費、設備投資の戻りが鈍い

～インフレは鈍化の見通し～……12

中国経済金融

公共投資と輸出主導で回復が続く中国経済

～家計消費や設備投資が回復の足かせに～ …20

分析レポート

感染症拡大で深まるイタリアの苦境と復興基金への期待

～従来からの厳しい情勢と、感染症拡大で加わる新たな負担～ …26

連　載

コロナ禍の中、取引先支援に取り組む共立信用組合 …30

経済見通し

2020～21年度改訂経済見通し ……34

2020. 9

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.
ホームページ https://www.nochuri.co.jp

潮　流

コロナ禍と農泊の今後

理事長　　皆川　芳嗣

今年度の４～６月の経済数値で最も衝撃的だったのは訪日外国人旅客数の 99％減少ではないかと思う。コロナウイルスは世界の社会経済に大きな影響を与え続けているが、日本においては観光関連産業が最も大きな打撃を蒙っているといって間違い無いだろう。その中では比較的新しい分野である「農泊」も国内移動の減少とインバウンド需要の突然の消失に大きく出鼻を挫かれている。

日本は成熟社会であり、少子高齢化の下新たな需要はそうそう生まれてこないのであるから、産業として持続的に成長を続けようと思えば世界の成長センター（東アジア等）の需要を取り込むことが不可欠だとの論は、失われた 20 年の後自信喪失に陥った日本で幅広く信じられている。観光関連産業でもインバウンド需要の取り込みがここ数年のスローガンだったので、それが暫くは回復不能というのだから関係者の中には将来展望が描けず、傷の浅いうちに退出しようという向きもある。

しかしここは冷静に観光産業や「農泊」がウィズコロナやアフターコロナ時代において生き抜いて行くことができないのかどうか考えてみたい。先ずはコロナ前の基礎的データで見ると、2019 年の確報値で日本人の観光需要は約 23.2 兆円で国内が 22 兆円、海外へ 1.2 兆円である。それに海外からの最近急激に伸びた需要 4.8 兆円が加わって全体の産業規模となっている。コロナの下で観光の再興は近場から徐々に遠方へと言われているので、国内先行で需要が回復し、日本人の「海外へ」が一定程度国内に回帰すれば、「海外から」のインバウンド需要が当面ゼロでも産業規模全体のマイナスは比較的小さいものにとどまるという見方ができる。

ではそんなことが可能なのだろうか？足元の動向やコロナ後の社会の変化から考えてみよう。今年のお盆シーズンの観光の大きな特徴は、「近、疎、自然、体験」だったようだ。都会の三密の日常から逃れ、自然の中で新たな体験をしたいという日本人の欲求はますます強くなったようだ。行く先が近場から徐々に全国に拡がれば「農泊」の方向性と殆ど重なると言ってもいいのではないか。加えてコロナを経験した我々の働き方は大きく変化している。人と人とが直接出会わなくても仕事が出来、新たな価値が創られるテレワーク時代の到来である。これまでも地方へのＵターン、Ｉターンや田園回帰の願いは多くの都会人が持っていたが、最大の障害は「地方では仕事が無い」であった。テレワーク時代の到来は我々に働く場所の自由を与えてくれたのである。東京の本社に出社するのは月に２～３度で良い、後は田園環境の中でパソコン相手に仕事、流行りの造語で言えばワーケーションが可能になったのである。余暇時間に野菜を作り直売所に出せば今年３月に閣議決定された食料・農業・農村基本計画で推奨された「半農半Ｘ」の実践にもなる。

こうして見てくると、コロナ後の社会経済の変化の方向性と「農泊」は親和性がかなり高いことがお分かりいただけたのではないかと思う。事がそう簡単で無いのは先刻ご承知だが手を拱いていては何も始まらない。例えば地域の JA や自治体が観光産業とタイアップして農村の空き家や閉校した分校跡を魅力的なテレワークやワーケーションの拠点として再整備すれば活用させてもらいたいものである。「農泊」推進が狙っていた最終到達点は農山漁村地域の関係人口の増大である。ピンチの中でここへのアプローチルートがぼんやりとだが見えてきたような気がするのは筆者だけだろうか？

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

コロナ禍で過去最大級のマイナス成長となった日本経済

～7～9 月期のリバウンド後は足踏みする可能性も～

南　武志

要旨

緊急事態宣言の影響から4～6 月期の経済成長率は前期比年率▲27.8%と、リーマン・ショック後を上回る過去最大級のマイナスとなった。緊急事態宣言の解除を受けた経済活動の再開によって、国内景気は 5 月には底入れしたとみられるが、新型コロナウイルス感染症の感染再拡大も散見されており、この先の持ち直しが順調に進むことは期待できそうもない。政府は感染拡大防止と社会経済活動の両立を進めていく方針であるが、需要不足の状態が慢性化すれば、企業倒産や失業が増加する可能性があるだろう。

これまで政府はコロナ対策として大規模な財政出動を行ってきたほか、日本銀行とともに企業金融支援に乗り出している。一方、7 月からは国債増発が始まっており、長期金利は超長期ゾーンを中心に高止まり状態となっている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2020年			2021年	
			8月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	−0.041	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0650	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
国債利回り	20年債	(%)	0.410	0.15～0.50	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債	(%)	0.020	−0.10～0.10	−0.10～0.10	−0.10～0.15	−0.10～0.15
	5年債	(%)	−0.095	−0.20～−0.00	−0.20～−0.00	−0.20～0.00	−0.20～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	105.9	100～115	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	125.1	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	22,985	23,000±2,000	23,000±3,000	23,500±3,000	24,000±3,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2020年8月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

4～6 月期の経済成長率は年率▲27.8%と過去最大級のマイナス

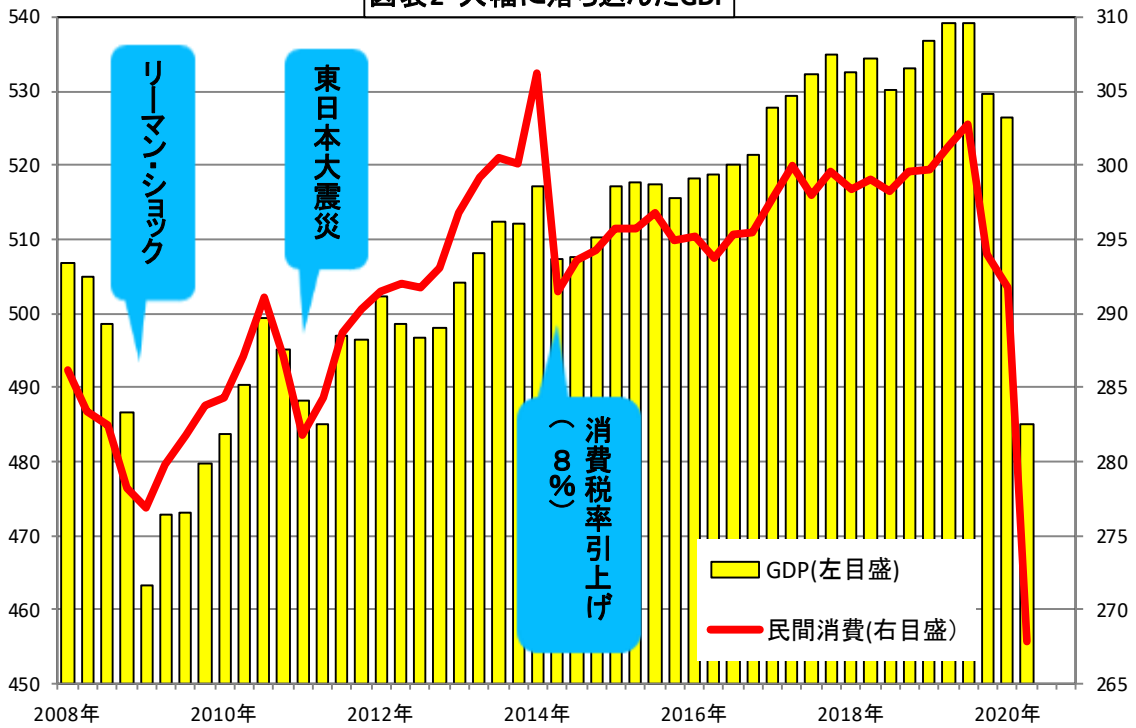
8 月 17 日に公表された 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によると、経済成長率は前期比▲7.8%、同年率換算で▲27.8%と、3 四半期連続かつ過去最大級のマイナスとなった。西村経済再生相は「経済を人為的に止めていた影響」と表現しているように、この落ち込みは緊急事態宣言に依るところが大きい。一足早く新型コロナウイルス感染症の感染拡大が収束に向かった中国では前期比 11.5%と、1～3 月期の急ブレーキ（同▲10.0%）からリバウンドが見られたものの、都市封鎖など強制的な移動制限が課された米国（同▲9.5%）、ユーロ圏（▲12.1%）、英国（同▲20.4%）ほどではないにしても、急激な経済収縮を余儀なくされている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

需要項目別にみると、民間消費（前期比▲8.2%）、輸出等（同▲18.5%）の減少が顕著で、前期比成長率（前掲、▲7.8%）に対する寄与度はそれぞれ▲4.5 ポイント、▲3.1 ポイントであり、この両者でかなりの部分が説明できる。また、民間企業設備投資（同▲1.5%）も減少したほか、公的需要（同▲0.02%）もまた国内景気の落ち込みに対して無力であった。

ちなみに、実質 GDP の実額は 485 兆円（年率表示、以下同じ）と、東日本大震災後（11 年 4～6 月期）の水準まで悪化したほか、1～3 月期（526 兆円）からは 41 兆円の減少で、リーマン・ショック直後の 2 四半期（08 年 10～12 月期と 09 年 1～3 月期）累計の落ち込み幅（35 兆円）を上回っており、衝撃が大きかったことが改めて確認できる。

図表2 大幅に落ち込んだGDP



（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

国内景気は５月を底に回復に転じた可能性

一方、緊急事態宣言が解除された 5 月下旬以降、国内の経済活動は再開されており、景気は 5 月を谷として回復に転じた可能性が高い。以下では、主要な月次経済指標を確認したい。

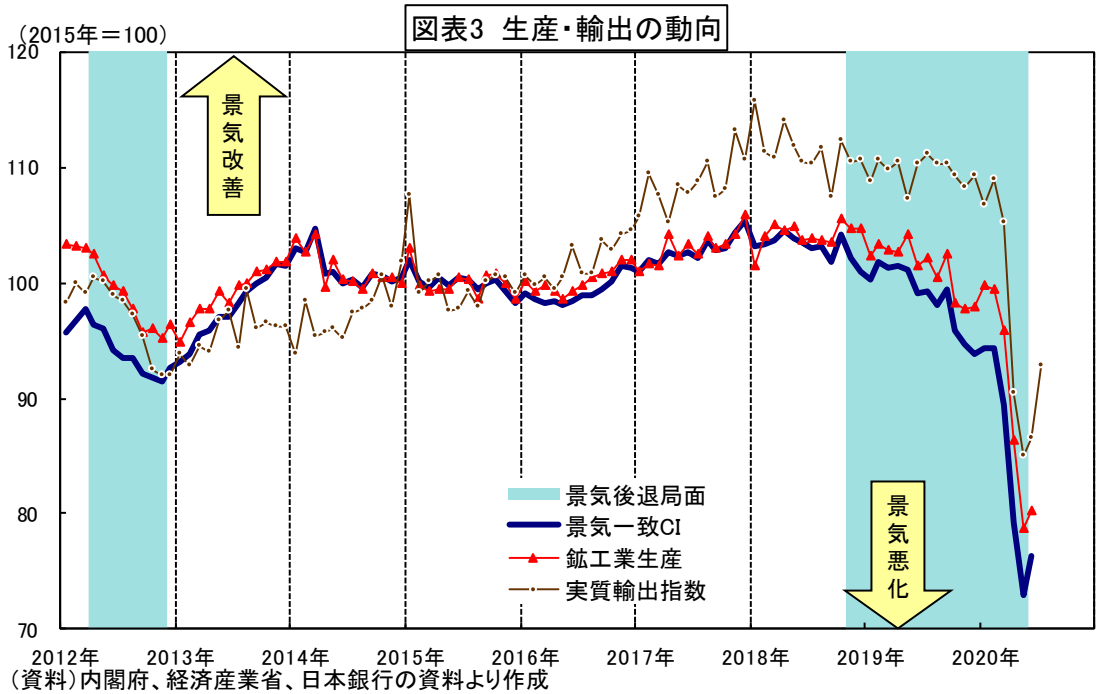
まず、7 月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比 7.4%と 2 ヶ月連続の上昇で、4 月の水準を上回った。国内と同様、欧米主要国でも移動制限などが緩和され、4～5 月にかけて景気が底入れした影響が出たものと思われる。予測指

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

数の持つ上方バイアスを補正したベースで前月比 3.1%（最頻値）が見込まれている 7 月の製造工業生産でも 6 月（同 1.9%）に続き、上昇が見込まれる。

消費関連指標にも持ち直しの動きがみられる。6 月の家計調査によれば、2 人以上世帯の実質消費支出（除く住居等）は前月比 12.1%と 2 ヶ月連続で増加したが、これまでの外出自粛で抑制された消費がペントアップ需要として出たほか、一律 10 万円の特別定額給付金の配布によって可処分所得が増加した影響が出ているようだ。さらに、6 月末で終了したキャッシュレス・ポイント還元事業の駆け込みとの相乗効果もあってか、6 月の白物家電の国内出荷額は前年比 5.8%と増加に転じたが、7 月には同 12.5%へ伸び率を高めた。また、7 月の乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲12.8%と 6 月（同▲22.6%）から減少幅をさらに縮小させたが、季節調整後の前月比は 20.2%と急回復した様子が確認できた。

図表3 生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

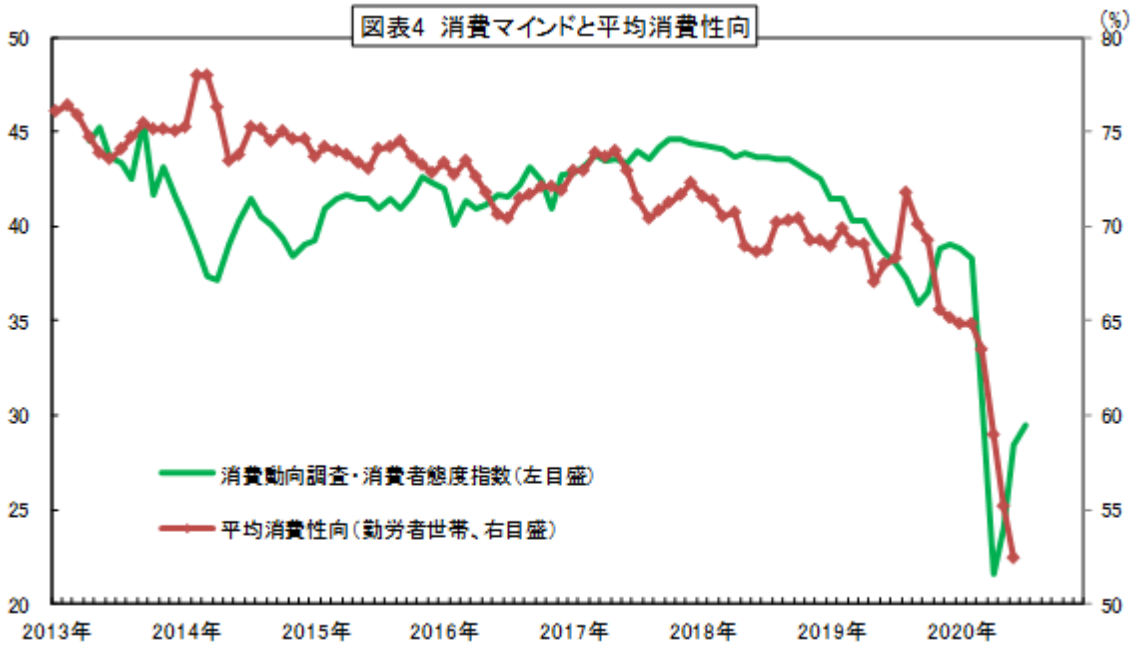
感染再拡大により根強い自粛ムード

一方で、「ハードデータ」に先行する形で改善が始まっていた景況感などの「ソフトデータ」の一部には先行き懸念を示すものも散見される。7 月の消費動向調査によれば、消費者態度指数（2 人以上の世帯）は 3 ヶ月連続で改善したものの、3 月の水準まで戻っていない。また、7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI（方向性）は前月から+2.3 ポイント

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の 41.1 となり、コロナ前の 1 月の水準に肉薄したが、そのうちの家計動向については改善が見られなかった。さらに、景気の先行き判断 DI は前月から▲8.0 ポイントと 3 ヶ月ぶりの悪化で、家計動向や雇用関連での悪化が大きかった。大都市部を中心に感染再拡大が広がりを見せる中、警戒感が広がったということだろう。実際、自粛ムードが強く、宿泊や飲食サービスなどの戻りには限界が見られるほか、7 月 22 日から前倒しで始まった「GoTo キャンペーン」も東京発着が除外されるなど、経済効果が弱まった印象を受ける。

加えて、7 月には全国各地で豪雨・水害などに見舞われたほか、梅雨明け後の 8 月には猛暑・酷暑が襲うなど、外出を控える動きを後押ししたものと思われる。消費が「コロナ前」の水準に向けて本格的に回復していくことは当面難しいものと思われる。



(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注)平均消費性向は3ヶ月移動平均

経済見通し：7～9 月期には一旦リバウンドするも、その後は頭打ち気味で推移

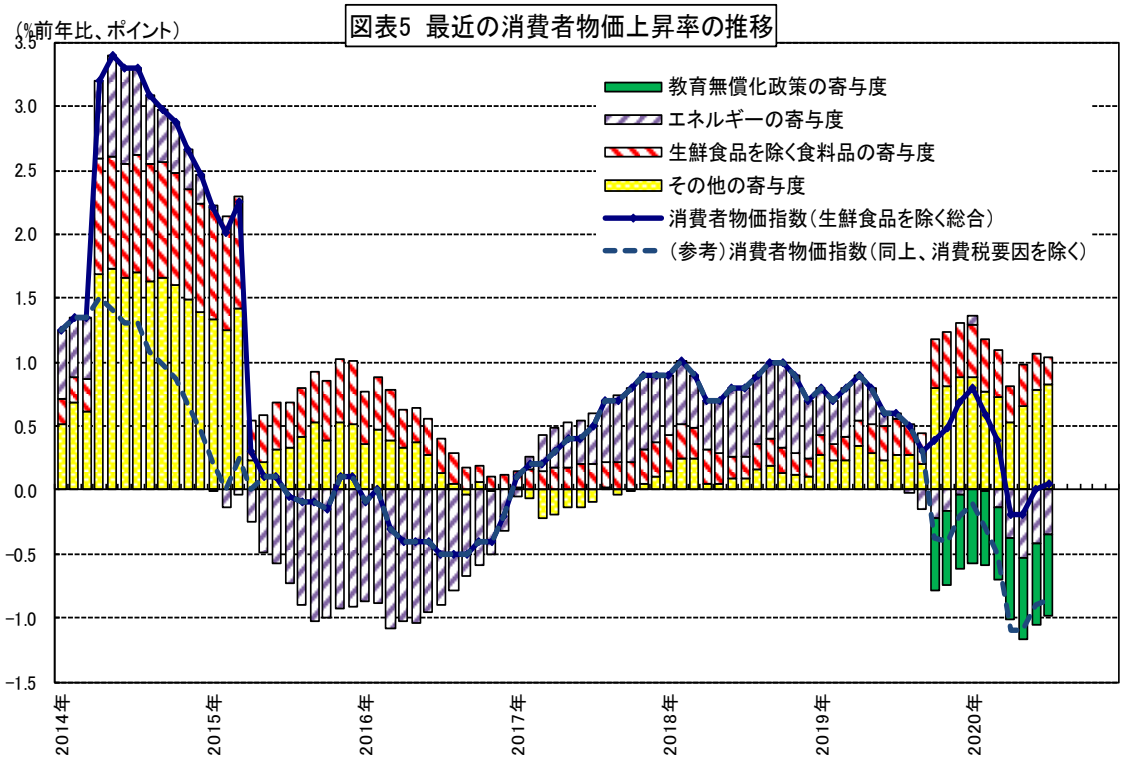
繰り返しになるが、緊急事態宣言の解除に伴って 5 月下旬以降は経済活動の再開が始まっていることから、7～9 月期には前期比 15%程度のリバウンドが見込まれる。とはいえ、コロナ禍で落ち込んだ分の 4 割程度を回復するに過ぎず、本格回復とは言い難いだろう。

20 年度下期についても、日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるのであれば、経済活動の持ち直しペースはなか

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なか上がらず、頭打ち気味の推移が続くものと予想する。その結果、20 年度は▲6.5%成長と 6 年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21 年度にかけては世界全体で持ち直しが緩慢ながらも継続、来夏に予定される東京五輪パラの開催を控え、年度上期は成長率がやや高まる可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはないだろう（詳細は後掲レポート「2020～21 年度改訂経済見通し」を参照）。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：年度下期にかけて下落圧力が継続

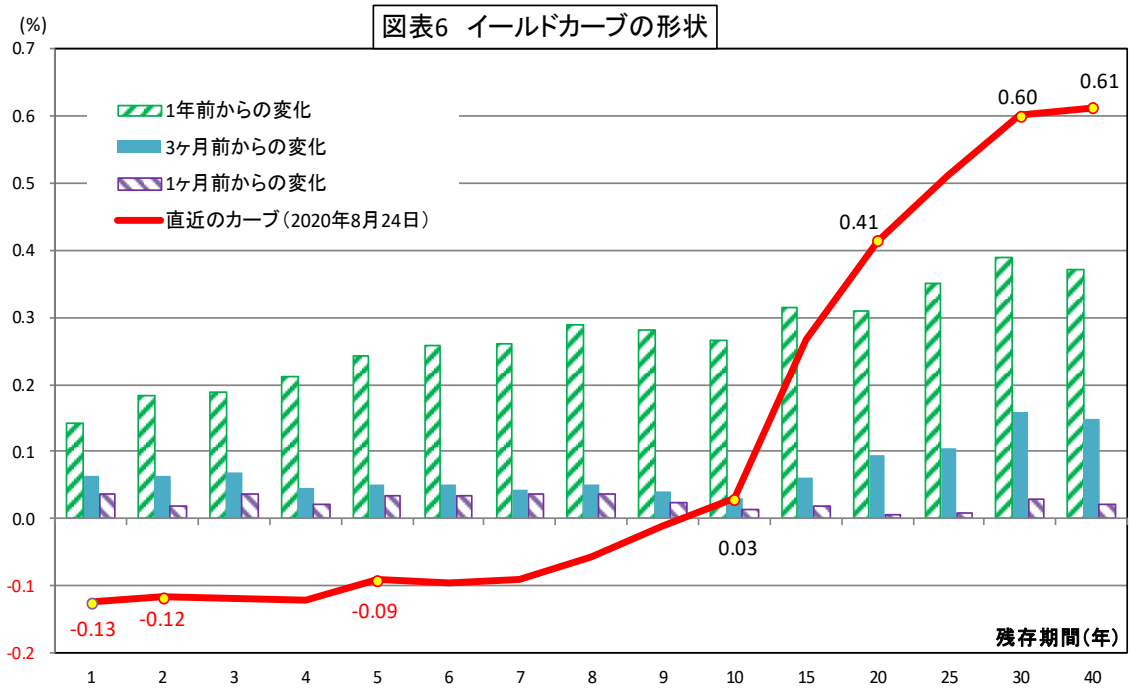
7 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は 6 月に続き、前年比横ばいとなった。19 年 10 月からの教育無償化政策とこれまでの原油安に伴うエネルギーの下落が主な物価押下げ要因である状況には変わりはないが、それ以外にも生鮮食品、携帯電話通信料や火災・地震保険料に値上げの動きが見られている。

とはいえ、4～6 月期の実質民間消費（GDP ベース）は前年比で 1 割超（▲10.9%）の落ち込みとなるなど、コロナ禍によって消費を取り巻く需給バランスが大きく崩れている割には、その影響はあまり出ていないように感じられる。今後しばらく新型コロナの感染は燻り続けるのであれば、消費の本格的な回復は困難であり、需要不足状態が半ば定着すること、さらに家計

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の所得環境は年度下期にかけて厳しさを増していくことを踏まえると、20 年度下期にかけても物価下落圧力の高い状態が継続することになるだろう。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融政策：引き続き金融市場の安定と企業の資金繰り支援策に注力

コロナ禍に対して、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を打ってきた。3 月の金融政策決定会合では、短期政策金利を▲0.1%、10 年国債利回りを 0%±0.2%に誘導するというイールドカーブ・コントロールを達成するために必要なだけ国債を買い入れる方針を示したほか、ETF、J-REIT の買い入れについても、当面、それぞれ年間約 12 兆円、同約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこととした（原則的な買い入れ方針は、従来通りそれぞれ年間約 6 兆円、同約 900 億円に相当するペース）。

また、企業の資金繰り支援策については、CP・社債等の買入れ額を上限 20 兆円まで引き上げたほか、約 90 兆円の新型コロナ対応特別オペを導入、両者を合わせて総枠 110 兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を創設した。黒田総裁は、今後の情勢次第ではさらに拡充する意向を示している。

一方、イールドカーブ・コントロール政策における長短政策金利の水準については、これまでのところ変更はない。上述の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

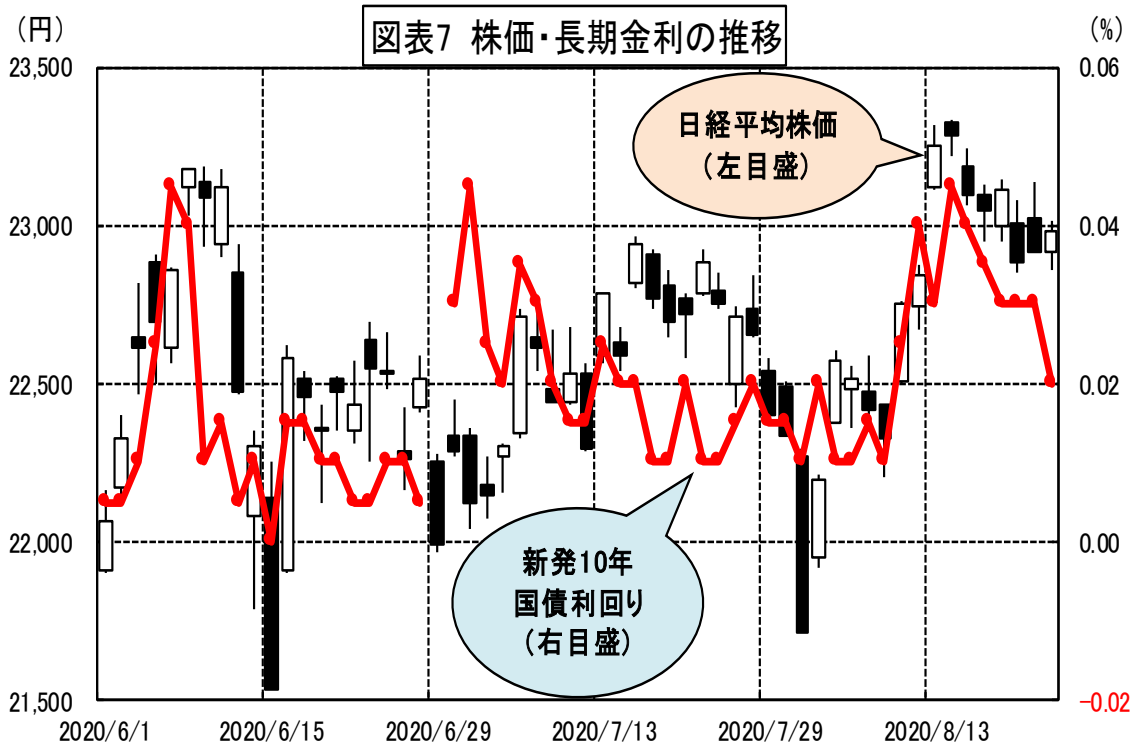
通り、消費者物価の上昇圧力は乏しく、これまで重視してきた「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を示したものの、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであることから、物価安定目標の達成に向けて新たな政策発動を決定すること当面ないだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

新型コロナがパンデミック化したことを受けて、3 月中旬にかけて内外の金融資本市場は大荒れとなったが、その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、同下旬以降の市場は落ち着きを取り戻した。なお、この数ヶ月は景気回復やワクチン・治療薬の開発などへの期待感、感染再拡大や米中摩擦の激化などへの警戒感が交錯し、ボックス圏でのもみ合いが続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

図表7 株価・長期金利の推移



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/29の新発10年国債は出合いなし。

10 年ゾーンはゼロ%近傍での推移

① 債券市場

債券市場は、2 月下旬から 3 月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下するなど、パニック的な動きも散見されたが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や国債買入

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

れの増額などもあり、3 月下旬以降の長期金利（新発 10 年物国債利回り）は操作目標であるゼロ％近傍での展開が続いている。また、日銀は 4 月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「10 年ゼロ％」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることとしたが、最近の日銀保有国債の年間増加ペースは 13 兆円前後で、「コロナ前」とほとんど変化はない。

国債増発に伴って超長期ゾーンは高めの推移

一方、7 月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）が始まっており、超長期ゾーンには上昇圧力がかかっている。今後、内外経済の回復期待が高まる局面では金利上昇圧力が強まる可能性があるだろう。もちろん、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10 年ゾーンの金利についてはゼロ％近傍で推移するような操作がされるだろうが、超長期ゾーンは高止まりすることは不可避であろう。

② 株式市場

上値の重い展開

新型コロナの世界的な感染拡大から、3 月中旬には一時 16,000 円台まで下落した日経平均株価であったが、3 月下旬以降、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、株価は持ち直しに転じた。5 月には内外で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、6 月に入り 23,000 円台まで回復した。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気の V 字回復は困難との見方も根強く、その後は 23,000 円を挟んだもみ合いが続いている。

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀による ETF 買入れに対する安心感があるものの、ワクチンや特効薬が開発されない限り、経済・企業活動がコロナ前の水準に向けて回復する姿は描けないことから、株価が本格的な上昇局面入りするのはしばらく難しいと思われる

③ 外国為替市場

緩やかな円高基調

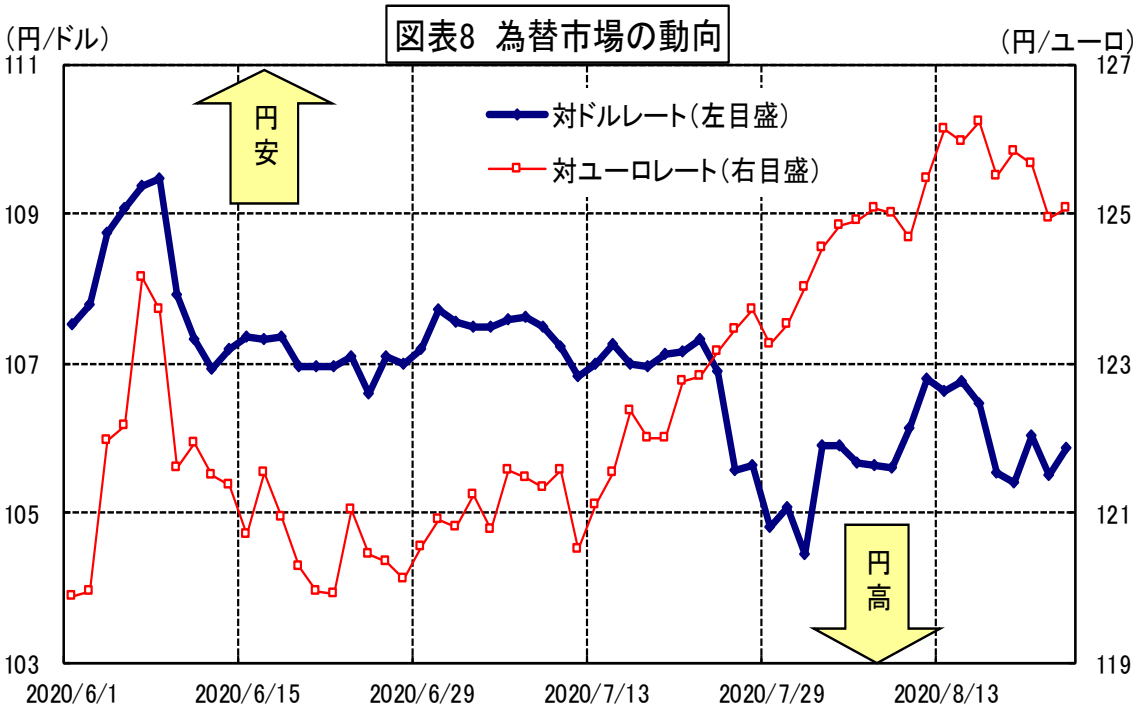
新型コロナの世界的な感染拡大によって、3 月 9 日には一時 1 ドル＝101 円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「有事のドル」需要が著しく高まり、3 月下旬に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は 110 円台を回復するなど、対ドルレートはボラタイルな展開が続いた。3 月下旬以降は主要国の財政支援や金融緩和措置が出揃ったこともあり、相場は落ち着きを取り戻し、4 月中旬から 5 月下旬にかけては 107 円前後での方向感の乏しい展開が続いた。6 月上旬には米国経済の V 字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は 107 円前後で推移した。直近は米国での新型コロナ感染再拡大への警戒や米中関係の悪化、さらにはドル過剰感も浮上しており、緩やかな円高基調となっている。

先行きについては、日米両国ともに最大限の財政金融政策を採用しており、特に金融政策面では実効性のある追加措置の余地が小さくなっている。一方、新型コロナの感染状況や米中摩擦の行方次第では一段と円高圧力が高まる場面も想定しておくべきであろう。

図表8 為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

ユーロは方向感の乏しい展開を予想

対ユーロレートについては、5 月には欧州各国でも都市封鎖など新型コロナの感染拡大抑制のための制限が段階的に解除、経済活動の再稼働が始まり、徐々にユーロ高が進行、6 月上旬には一時 1 ユーロ＝124 円台となった。6 月中下旬にかけては感染再拡大への警戒が高まり、ユーロ高が一旦修正される場面もあったが、ドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

合意などが好感され、ユーロ高の展開が続いた。

先行きについては、相対的にユーロ圏の景気落ち込みが激しいこともあり、ユーロ高が一段と進行する可能性は薄いと思われ、方向感の乏しい展開に移行するものと予想する。

（20.8.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

雇用と消費、設備投資の戻りが鈍い

～インフレは鈍化の見通し～

佐古　佳史

要旨

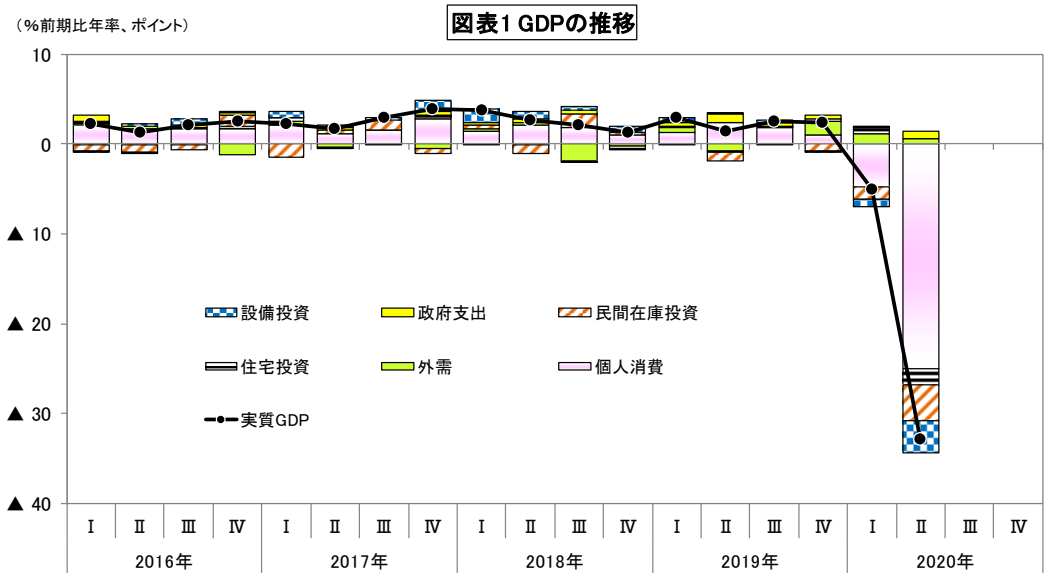
20 年の 4～6 月期 GDP（速報値）は個人消費を中心に大きく落ち込み、前期比年率▲32.9%と大幅に悪化した。足元の景気回復は部門ごとにまちまちとなっている。なかでも、雇用と消費、設備投資の回復は弱いといえる。

9 月 FOMC にて新しい金融政策枠組みが発表される可能性もあるなか、当面はインフレ率は鈍化すると見込まれる。

サービス消費の激減で急落した GDP

7 月 30 日に公表された 4～6 月期 GDP は前期比年率▲32.9%と、1947 年の統計開始以来最大のマイナス幅を記録した。寄与度別では、個人消費支出が▲25.1 ポイントと最大の下押し要因となったほか、設備投資も▲9.4 ポイントと下振れた。個人消費については、財は前期比年率▲11.3%だった半面、サービスは同▲43.5%と落ち込みが一段と激しく、都市封鎖の影響でサービス消費が激減したことが示された。

図表1 GDPの推移



（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成 （注）各需要項目は寄与度。

景気の現状：部門ごとにまちまちな回復

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。全般的な傾向としては、米国経済の回復は部門ごとにまちまちな状況といえる。

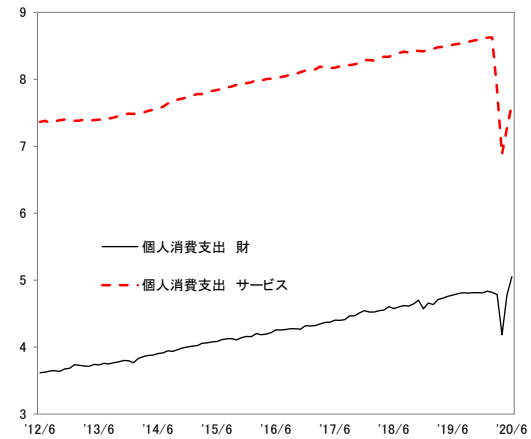
消費については、底割れは回避できたものの、戻りは緩やかなペースとなっている。6 月の実質個人消費支出は前月比 5.2%と回復

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が続いているが、ピークの 2 月からは 6.6%低い水準にある。7 月の小売売上高は同 1.2%と小幅な回復にとどまった。水準自体はコロナ以前よりも高いものの、これはテレワークなどが推進された結果サービス消費が急減するなかで、巣ごもりによって財の消費に振り替わったことを反映しているにすぎない。

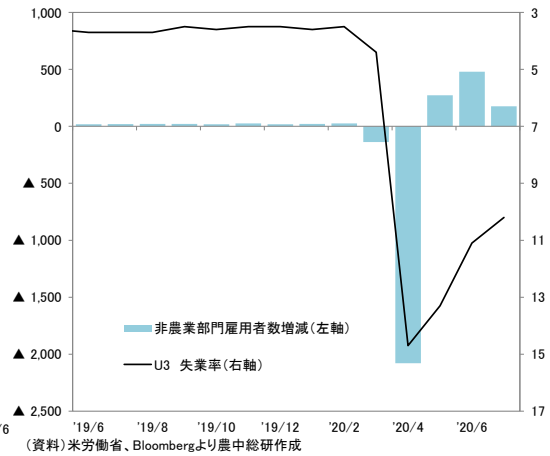
雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の 7 月分は前月から 176 万人の増加となったものの、ピークだった 2 月比では依然として 1,285 万人分の雇用が喪失しており、失業率も 10.2%と高止まりしている。また、8 月 15 日週の新規失業保険申請件数が前週比 13.5 万件増の 110.6 万件と増加に転じたことで、足元の労働市場が再び悪化に転じた可能性すら意識される。

図表2 実質個人消費支出の推移



（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

図表3 雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

8 月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は 7 月からほぼ変わらずの 72.8（現況指数 82.5、期待指数 66.5）となった。消費者の大半はコロナウイルスにより経済成長が向こう 5 年にわたって中断されかねないと危惧していることが報告された。

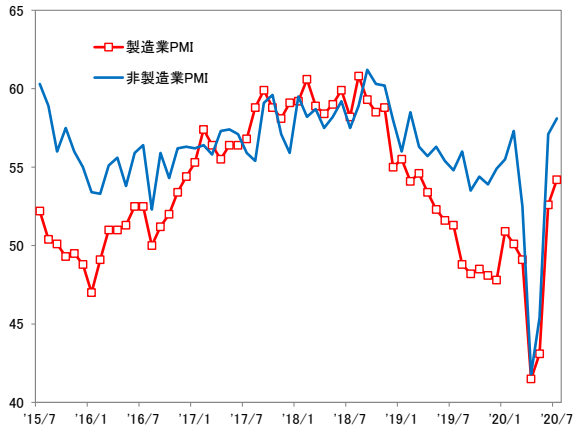
こうしたなか、企業マインドは非常に堅調といえる。7 月の ISM 指数は製造業（54.2%）、非製造業（58.1%）と、ともに判断の節目となる 50%を上回った。ただし、ISM 指数は前月との差分を計測する DI のため、ウイルスの感染状況次第で急落する可能性は残る。また、マインド指数は強いものの設備投資の戻りは弱い。6 月のコア資本財受注は前月比 3.3%（4 月は同▲6.6%、5 月は同＋1.5%）と勢いに欠ける。米中対立の激化もあり、設備投資の回復ペースは鈍いと思われる。

一方で、超低金利環境に支えられ、住宅市場の回復は比較的速い。7 月の住宅着工件数は年率 149.6 万件と 6 月から 22.6%の急

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

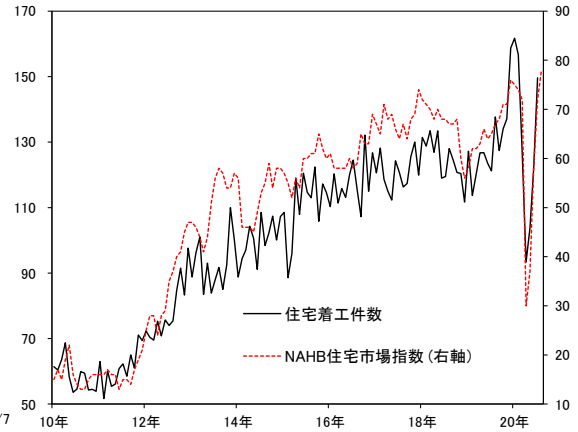
上昇となり、コロナ前の水準をほぼ回復した。さらに、7 月の新築（家族用）・中古住宅販売件数はコロナ前の水準を上回っている。

図表4 ISM指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloombergより農中総研作成

図表5 住宅着工件数と建設業者の景況感

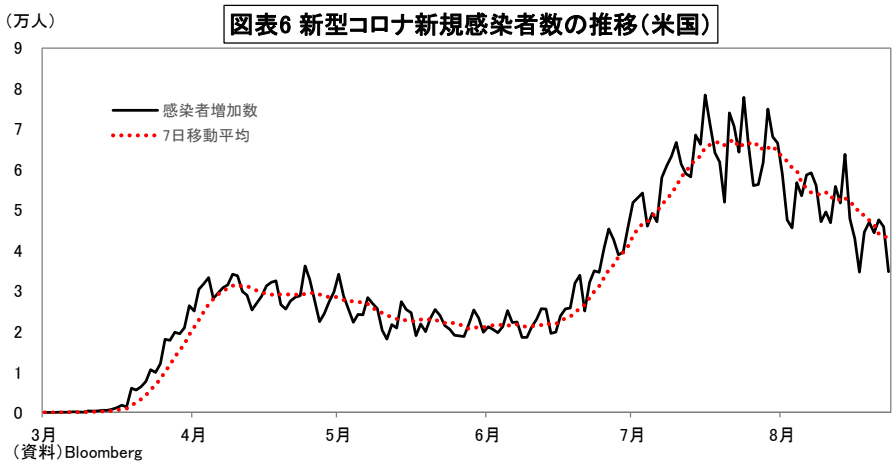


（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会、Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：財政政策に依存した緩やかな回復を想定

さて、景気の先行きを考えてみると、足元での新規感染者数の増加傾向はやや落ち着きつつあり、広範囲な都市封鎖が実施される見通しはないことから、最悪期はひとまず過ぎたと判断できる。このため、年後半にかけての回復がメインシナリオと考えられる。もっとも、テドロス世界保健機関（WTO）事務局長がウイルスの終息に 2 年程度かかる可能性を示したように、当面はウイルスへの対策から雇用の戻りが阻害され、複数の FOMC 参加者が指摘するように、景気回復のペースは緩慢にならざるを得ないだろう。大幅な需要不足を景気支援策で支える構図が続き、景気回復の程度は財政政策次第といえる。このため、米郵政公社の資金繰りと大統領選の投票方法をめぐって共和党と民主党の利害が対立するなか、追加の財政政策がなかなか決まらない現状は、景気にとっては下押し材料となる。

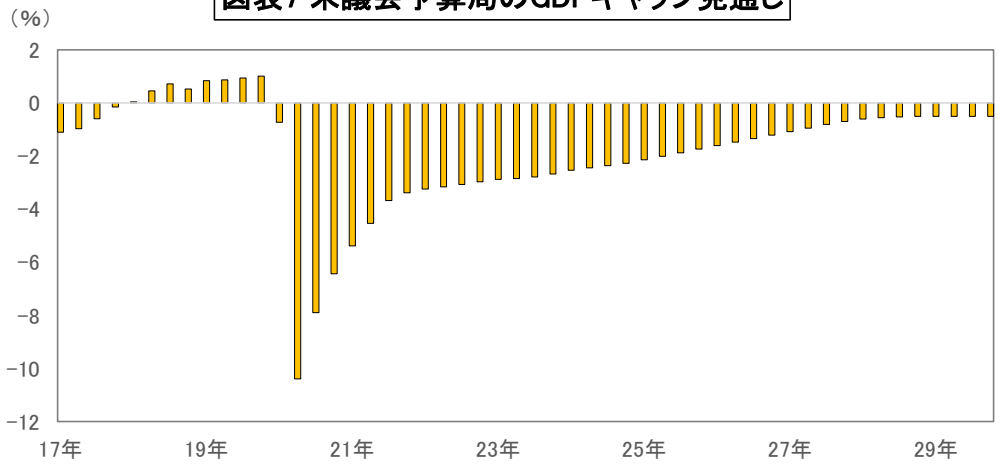
図表6 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 米議会予算局のGDPギャップ見通し



（資料）米議会予算局 （注）20年7月時点での見通し。

YCC に否定的な見解を示した FOMC 議事要旨

19 日に公表された 7 月 FOMC の議事要旨からは、FOMC 参加者がイールドカーブコントロール（YCC）を費用対効果の面からあまり評価していないことが明らかとなった。むしろ、フォワードガイダンスを強化することで、政策金利見通しを明確にしつつ、長期金利が急上昇する可能性を抑え、金融緩和効果を高めたいと考える FOMC 参加者が多いように思われる。

FRB はこの 1 年半ほど金融政策枠組みの見直し作業を行っており、早ければ次回の 9 月 FOMC にて、金融政策の枠組みが変更される可能性がある。筆者としては、「インフレと労働市場についての特定の指標が、FRB が定める具体的な値に改善するまでは、ゼロ金利政策を継続する」といった趣旨のフォワードガイダンスになると予想している。また、労働市場の大幅な悪化を受け、明示的にではないにせよ、金融政策の重点がインフレから雇用に幾分移るかもしれない。いずれにせよ、金融政策の新しい枠組みについては、27 日に開かれるジャクソンホールでのパウエル議長の講演が注目される。

鈍化する見通しのインフレ率

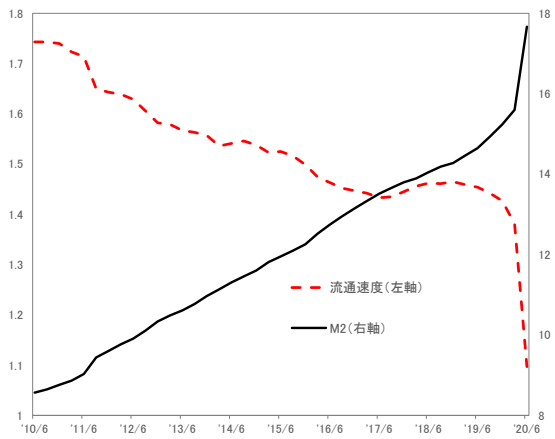
7 月 FOMC の議事要旨からは、需要の減少からインフレ下押し圧力があるという認識で、FOMC 参加者の意見は概ね一致していることが明らかとなった。一方で、大規模な財政・金融政策の結果としてドルの供給が増えることで、ドル安とインフレ加速が進行するとの懸念も高まりつつある。こうした懸念は足元の貴金属価格の上昇の背景といえるだろう。

一般的に、インフレ加速局面では流通する貨幣量が増加するか、積極的な貸し出しを通じて貨幣流通速度が上昇すると考えられ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

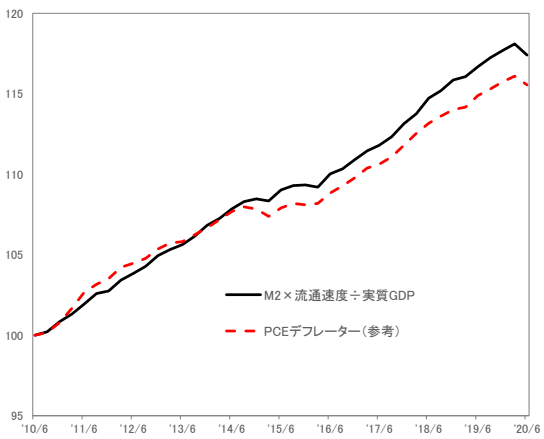
る。ここでは、足元のマネーストック統計（M2、現金＋預金通貨＋小額の定期預金＋譲渡性預金）とその流通速度の動きを確認してみよう。

図表8 M2と流通速度



（資料）FRED （注）四半期データ。

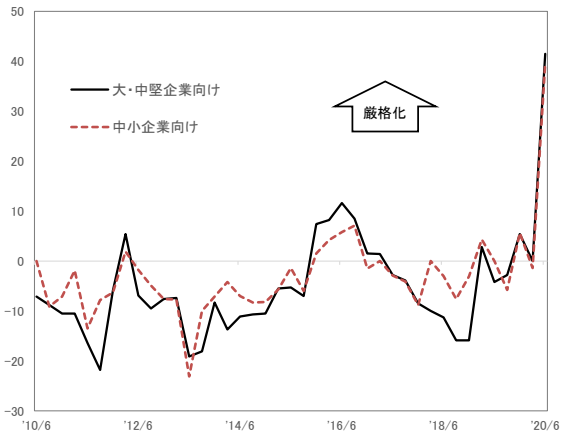
図表9 M2、流通速度、GDPと物価



（資料）FRED、米商務省経済分析局 （注）四半期データ、2010年4～6月期を100に基準化。

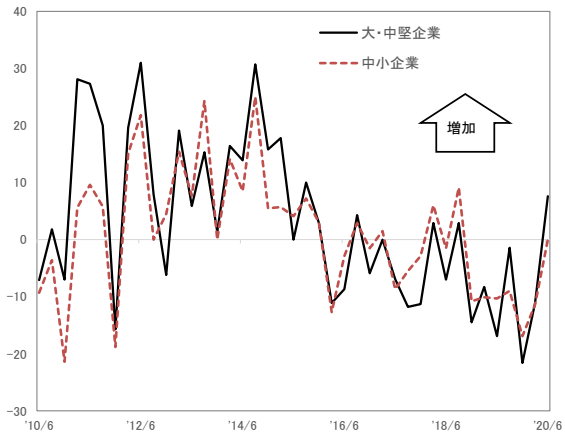
失業給付金などで、消費者に現金が配られた影響で、4～6 月期にかけて M2 は急増した一方で、流通速度は大幅に低下した。つまり、貨幣が銀行などに預けられた後、新規の借り手へと渡るスピードが低下したと判断できる。M2 と流通速度の積が特定の期間に流通した貨幣量であるため、これを実質 GDP で除したものが物価水準と考えられる（一定期間に流通した貨幣量は名目 GDP におおよそ一致するため）。こうして求められる物価水準を確認すると、4～6 月期の物価水準は 1～3 月期から低下しており、インフレ率の鈍化傾向が確認できる。

図表10 貸出基準の推移



（資料）FRB、Bloomberg

図表11 借入需要の推移



（資料）FRB、Bloomberg

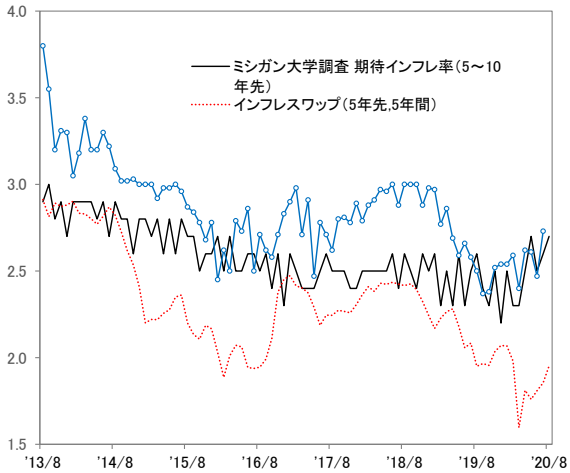
また、FRB の調査（SLOOS）からは資金需要は小幅に増加しているものの、貸出基準が大幅に厳格化したことが報告されている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

このため、「貸出増加→流通速度の上昇→流通する貨幣量の増加→インフレ加速」という動きがすぐに生じる状況にはないと思われる。

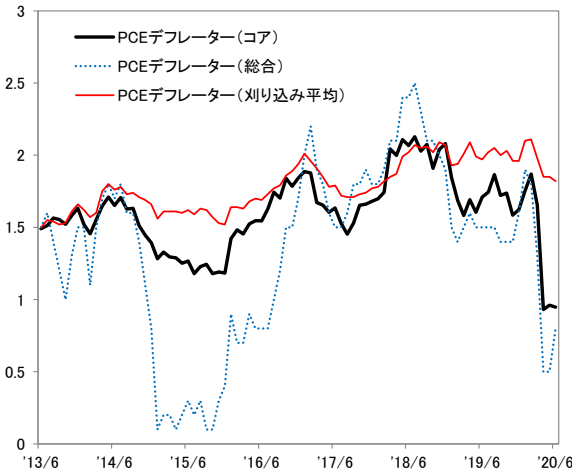
足元では、期待インフレ率が小幅に上昇しているが、歴史的な最低水準にあることに変わりはないため、インフレが加速すると結論付けるのは時期尚早だと思われる。

図表12 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

図表13 PCEデフレーターの推移



(資料)米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

長期金利：0.6～0.7%程度での取引を予想

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では景気回復が期待された 6 月前半に、米長期金利（10 年債利回り）は一時 0.9%に迫る場面も見られたが、以降は米中対立の激化もあり 7 月末にかけてほぼ一貫して低下した。8 月半ばには、市場期待ほどはハト派的ではなかった FRB 議事要旨や、総額 1,120 億ドルの国債入札を受けて金利は再び上昇し、0.7%を上回る場面も見られた。足元では、0.7%をやや下回って推移している。

先行きについて考えてみると、当面完全な形での経済活動再開は難しいとの想定に基づき、現状と同様の 0.6～0.7%程度での取引を見込む。財政拡大による国債発行増への懸念は残るものの、FRB のより緩和度の強い金融政策枠組みをめぐる思惑や米中対立への懸念もあり、金利が上昇する余地はほとんどないと思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表14 株価・長期金利の推移

（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場：上昇ペースは緩やかと予想

ダウ平均は 6 月初めの急上昇後に急落するなど不安定な動きも見られたが、7 月は概ね 25,000 ドルから 27,000 ドルのボックス相場となった。8 月に入ると想定されたほどは悪くない企業決算を背景に、アップルが米国企業で初めて 2 兆ドルを突破（19 日）するなど大手ハイテク銘柄がけん引する形でダウ平均も上昇した。

先行きについては、業績見通しが冴えないなかで、バリュエーションの高止まりは否めず、株価の戻りペースは緩やかなものにとどまると予想する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表15 連銀関係者の発言など

区分		人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり	FOMCメンバー	パウエル議長	−1	8/27	ジャクソンホールで金融政策枠組み見直しについて講演予定
		ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	7/16	YCCは必ずしも特定の状況に対する手段と考えているわけではない
		クラリダ副議長	−1	8/5	5、6月に景気回復が始まった
		ブレイナード理事	−1	8/13	研究目的でデジタル・ドルの実験を実施中。公開見通し。
		ボウマン理事	?		
		クオールズ副議長	?		
		ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	7/15	2%を上回るまで、政策金利の0%据え置きを支持
		カプラン総裁（ダラス）	0	8/12 8/14	財政支援による消費下支え効果で、GDPが支えられている インフレ率が2%やや超える状態を確認したい
		カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	8/14	ウイルスの動向次第で、経済活動の動向も決まる
		メスター総裁（クリーブランド）	0～1	8/5 8/5	追加の財政支援が必要なのは明白 9月にフォワードガイダンスを修正するかどうかは経済見通し次第
投票権なし	FOMCメンバー	エバンス総裁（シカゴ）	0	8/3 8/10	追加的な財政政策の必要性 最も脆弱な労働者が苦境にさらされている
		バーキン総裁（リッチモンド）	0～−1	8/6 8/19	不況は長期化し、景気回復はより緩慢になる見通し 金融緩和、経済活動支援を継続する見通し。利上げは全く考えていない
		ボスティック総裁（アトランタ）	0～1	8/13	継続的な財政政策が必要。金融政策は限界がある
		デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	8/11 8/12	パンデミックで所得格差が拡大し、非常に明確となった。 経済は波を伴った、W字回復へ。ゆっくりとした段階的でウイルス次第の回復
投票権なし	非FOMCメンバー	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1		
		ブラード総裁（セントルイス）	−2	8/3 8/19	事態が円滑に推移すると予想するべきではない。7月の減速もその一環 市場が織り込むコロナリスクはおおむね適切。
		ローゼングレン総裁（ボストン）	2	8/7 8/12	メインストリードレンディングプログラムはこれまでに資金の一部を利用済み フォワードガイダンスの修正を今行ってもそれほど効果がないのでは？

（資料）各種報道 （注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。
21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に投票権

（20.8.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

公共投資と輸出主導で回復が続く中国経済

～家計消費や設備投資が回復の足かせに～

王　雷軒

要旨

7月の経済指標からは、足元の景気は緩やかに回復しているものの、6月に比べて回復ペースが鈍化したことが確認できる。回復の勢いが弱まった背景には、雇用や所得環境の厳しさを受けた家計消費の戻りの鈍さや設備投資の低迷が挙げられる。

とはいえ、公共投資・輸出主導で経済回復は続くだろう。今後、経済対策の効果が顕在化すると見られることから、20年後半の成長率は前年比5～6%のペースに戻り、20年を通しては前年比2.4%の成長を予測する。

景気回復は続いているものの、回復ペースは鈍化

20年1～2月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な封じ込め策を受けて経済活動が大きく制限された結果、1～3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%、前期比▲10.0%となった。

その後、新型コロナの感染拡大が沈静化したのを受けて、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の効果も手伝って、経済活動は正常化しつつある。

その結果、4～6月期の実質GDP成長率は前年比3.2%、前期比11.5%と急回復した（以下、後掲2020～21年度改訂経済見通し、世界経済の動向④中国を参照のこと）。

一方、7月の経済指標からは、足元の景気は緩やかに回復しているものの、6月に比べて回復ペースが鈍化したことが確認できる。回復の勢いが弱まった背景には、雇用や所得環境の厳しさを受けた家計消費の戻りの鈍さや設備投資の低迷が挙げられる。以下、7月の主要経済指標の動向をまとめたうえで、今後の経済見通しや注目点を述べたい。

7月の小売売上総額（名目）は前年比▲1.1%と依然低迷

まず、消費については、7月の小売売上総額は名目で前年比▲1.1%と、1～2月期（同▲20.5%）、3月（同▲15.8%）、4月（同▲7.5%）、5月（同▲2.8%）、6月（同▲1.8%）と順調に減少幅を縮小させたものの、依然としてマイナスのままであった。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比▲2.7%となっている。

詳細にみると、1～7月期の小売売上総額は名目で同▲9.9%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

だが、このうち、全体の25.0%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は同15.7%と引き続き底堅く推移した。また、7月の自動車販売台数は同16.4%と4ヶ月連続でのプラスとなったほか、スマートフォンなどの通信機器販売額も同11.3%と比較的堅調に推移するなど、消費を下支えした。

一方、7月の飲食業売上高は同▲11.0%と依然低迷したままであったほか、家電・家具・内装建材もそれぞれ同▲2.2%、▲3.9%、▲2.5%と再びマイナスに陥った。外出規制や企業経営の厳しさによる雇用環境の悪化などから不要不急の消費を中心に手控える状況は続いたと見られる。

実際、1～7月の都市部新規就業者数は671万人、前年比▲22.6%（196万人減少）となったほか、7月の都市部調査失業率は5.7%と高止まりの状況が続いている（図表1）。

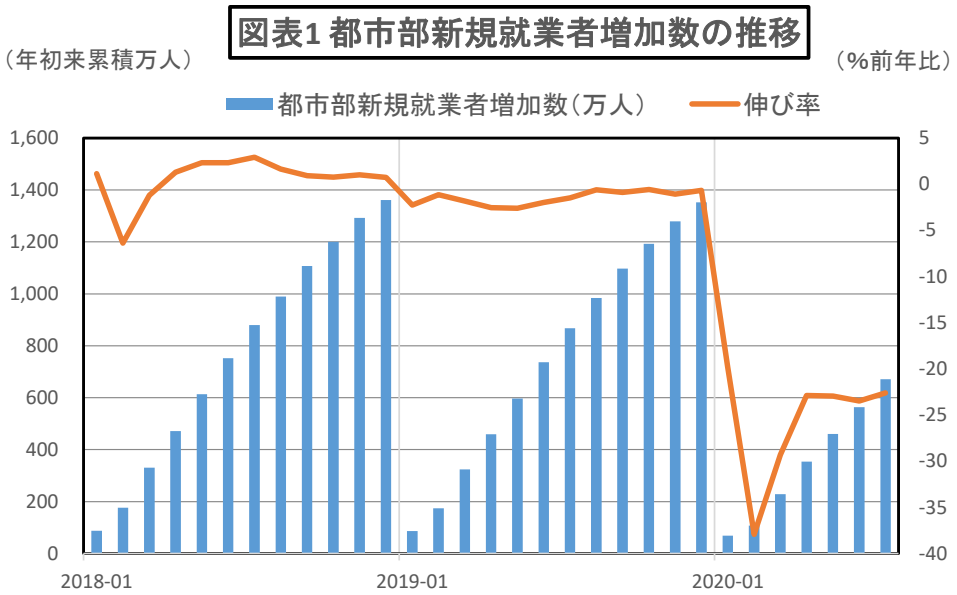
とりわけ、国家統計局によると、20年の大学卒業生数が874万人に達し、過去最多更新となったこともあり、20～24歳年齢層の6月の都市部調査失業率は19.3%と19年6月に比べて3.9ポイントも上昇した。

そして、20年前半の国民一人当たりの可処分所得は名目で前年比2.4%、実質で前年比▲1.3%と19年に比べてそれぞれ6.5%ポイント、7.1%ポイント低下した。

このように、新型コロナの影響を受けた雇用や所得環境の厳しさが家計消費回復の遅れにつながっていると思われる。

先行きについては、観光や娯楽業の再開に加え、消費促進政策のもとで各地域が実施している自動車や家電製品などの販売促進策の効果が期待され、徐々に持ち直してくると見込まれる。ただし、所得環境の厳しさが続くなか、新型コロナ感染への不安から日常生活に自粛や規制が当面続くほか、南部を流れる長江流域が記録的豪雨による水害に見舞われていたこともあり、消費が正常化するにはしばらく時間がかかるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年1～7月期。

1～7 月期の固定資産投資は前年比▲1.6%と前年割れ状態

また、投資についても、1～7 月期の固定資産投資は前年比▲1.6%と、1～4 月期（同▲10.3%）、1～5 月期（同▲6.3%）、1～6 月期（同▲3.1%）から引き続き減少幅は縮小したものの、前年割れ状態は継続した。

投資分野別では、設備投資は同▲10.2%と大幅なマイナスとなる一方、不動産開発投資とインフラ整備向け投資（電力を含む公共投資）はそれぞれ同 3.4%、1.2%と設備投資に比べて比較的底堅かった。

また、投資主体別では、民間投資は同▲5.7%と固定資産投資全体を下回り前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資が同 3.8%と加速し、投資全体を下支えした。

すでに発行された特別国債（1 兆元）に加えて公共投資の財源となる地方債（専項債）も 7 月末時点で 20 年度計画額（3.75 兆元）の 60.4%分が発行された。こうしたなか、鉄道建設・水利建設プロジェクト・公共衛生施設建設といった公共投資の勢いが強まりつつある。また、不動産開発投資の回復には、各地域の住宅販売の持ち直しに加え、都市化や旧市街区改造の急速な推進が挙げられる。

先行きについては、設備投資が増加に転じるにはしばらく時間がかかるものの、金融・財政対策の効果からインフラ整備向けの投資の加速が見込まれるほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られることから、全体として回復ペースは

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

早まるだろう。

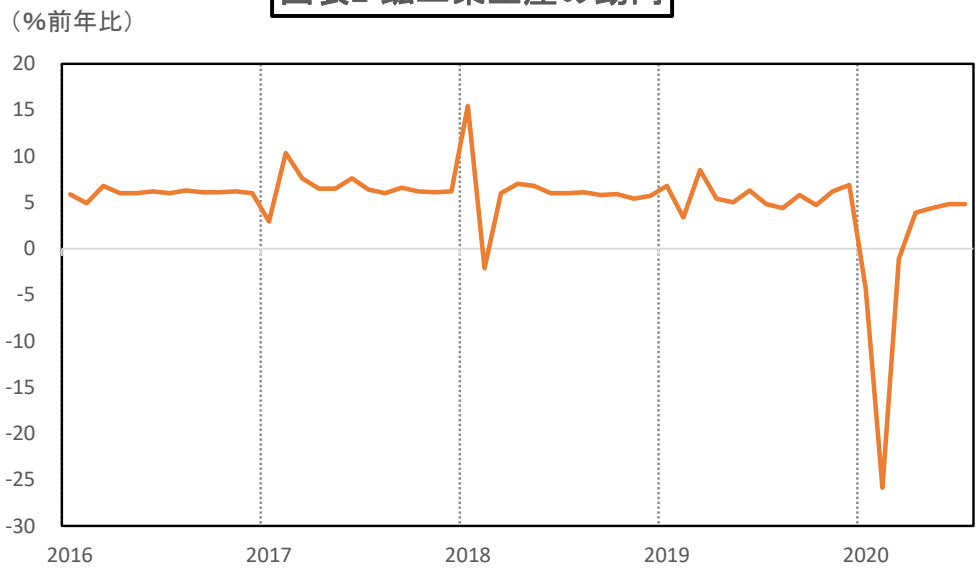
7 月の輸出は前年比7.2%と加速

一方、予想に反して、7 月の輸出額（ドルベース）は前年比7.2%と加速したが、輸入額は同▲1.4%と 6 月（同 2.7%）からマイナスに転換、貿易収支は 623 億ドルの黒字だった。

輸出が増加した要因として、マスクや人工呼吸器などの医療用物資の輸出が伸びたほか、一部の国や地域で新型コロナの感染拡大により企業の生産活動が停止したため、代替として中国からの輸入が増加したことが挙げられる。

先行きの輸出については、海外の経済活動の再開によって押し下げ圧力は弱まるものの、海外需要の弱さは続くとみられるほか、米中摩擦の激化も懸念材料となることから、大幅な加速は見込みにくい。

図表2 鉱工業生産の動向



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年7月。

7 月の鉱工業生産は前年比 4.8%と 4 ヶ月連続でプラス

前述の通り、総需要は回復に向かってはいるものの、回復ペースが緩慢であるのに対し、供給面はほぼ正常化したと見られる。実際、7 月の鉱工業生産は前年比 4.8%と 4 月（同 3.9%）、5 月（同 4.4%）、6 月（同 4.8%）と 4 ヶ月連続のプラスとなった（図表 2）。

足元では、洪水による被害や総需要回復ペースの鈍化を受けて足踏み状態となっているものの、生産活動全体はほぼ新型コロナ以前の水準までに回復したと見られる。

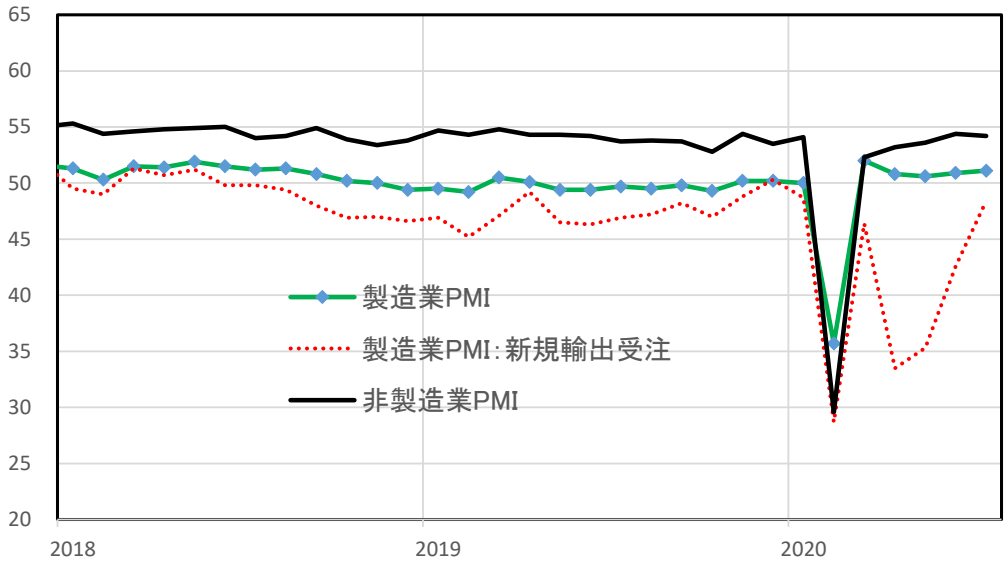
産業別にみると、7 月の鉱業は前年比▲2.6%と 6 月（同 1.7%）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

からマイナスに転じたほか、エネルギー業も同 1.7%と 6 月（同 5.5%）から鈍化したものの、製造業は同 6.0%と 6 月（同 5.1%）から伸びが小幅ながら高まった。

また、業種別・財別では、販売促進策を受けて 7 月の自動車生産台数は 226 万、前年比 26.8%となり、生産全体を押し上げた。また、インフラ整備向け投資の持ち直し等を受け、7 月の建設機械生産台数（ショベルカー）は前年比 68.7%と 6 月から増加幅が縮小したものの高い伸びが続いているほか、粗鋼も同 9.1%と伸び率がさらに拡大した。

図表3 中国の製造業PMIと非製造業PMI



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年7月。

製造業 PMI は 5 ヶ月連続で 50 超、一段の回復へ

加えて、企業のセンチメントを表す指標である製造業 PMI も 51.1 と 6 月（同 50.9）から小幅ながら改善し、5 ヶ月連続で景気判断の分岐点となる 50 を上回った（図表 3）。

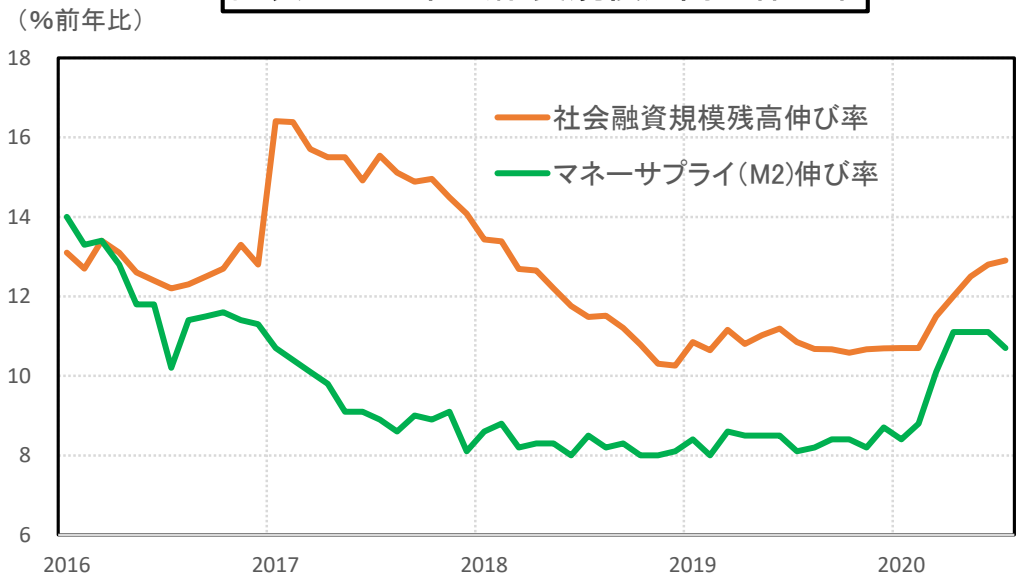
サブ指数をみると、新規受注は 51.7 と 6 月（同 51.4）から改善が継続、需要が持ち直していることが確認される。うち新規輸出受注は 48.4 と依然 50 を下回っているものの、6 月（同 42.6）から大きく改善した。一方、雇用は 49.3 と 6 月（同 49.1）から小幅改善したものの、50 割れ状態が続いている。

また、7 月の非製造業 PMI は 54.2 と 6 月（同 54.4）から小幅低下したが、引き続き 50 を大きく上回る水準で推移している。とりわけ、前述の不動産開発投資の加速を受けて建築業は 60.5 と 6 月（59.8）から上昇した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、今後、感染第 2 波への警戒に加えて、海外需要の弱さや地政学的リスクなどによる輸出の低迷が大きく改善する可能性は低いほか、国内需要の持ち直しテンポ鈍化も想定されることから、生産活動の大幅な加速は見込みにくい。

図表4　M2と社会融資規模残高の伸び率



（資料）中国人民銀行、Windより作成、直近は20年7月。

20 年は前年比 2.4%と予測

これらを踏まえると、家計消費や設備投資の戻りは鈍いものの、公共投資・輸出主導で経済回復は続くだろう。今後、経済対策の効果が顕在化するとみられることから、20 年後半の成長率は前年比 5～6%に戻り、20 年を通しては前年比 2.4%の成長を予測する。

一方、中国人民銀行（中央銀行）は、引き続き銀行貸出などの大幅増加を促し、19 年の経済成長率（名目で前年比＋7.8%）を大きく上回るマネーサプライ（M2）の伸びを維持しているが、M2 の伸びは 4 月から 6 月にかけての前年比 11.1%から 7 月は同 10.7%へと小幅ながら鈍化している（図表 4）。これを受けて金融政策がもはや「緩和的」でないという懸念が急浮上している。

今後、米中関係のほか、国内の雇用状況や消費促進の効果に加え、金融政策の方向転換の有無にも引き続き注目したい。

（20. 8. 24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

感染症拡大で深まるイタリアの苦境と復興基金への期待

～従来からの厳しい情勢と、感染症拡大で加わる新たな負担～

山口　勝義

要旨

イタリアでは、長く続く経済基盤の弱さにより感染症の打撃からの回復は脆弱となるとみられるほか、他国以上に感染症の影響が重く作用する点も加わり、強力な支援が必要となっている。イタリアにとり、今回の復興基金は他の国々以上に大きな意味を持っている。

はじめに

欧州理事会(EU 首脳会議)は 7 月 21 日、2021～27 年の次期中期予算「多年次財政枠組み (MFF)」と、新型コロナウイルスからの復興基金である「次世代 EU (NGEU)」とから成る、総額 1 兆 8,243 億ユーロの包括的な施策に合意した (図表 1) (注 1)。なかでも NGEU の補助金部分は欧州連合 (EU) の財政統合に直結することから協議は難航し、ようやく 21 日に、当初予定の 17・18 日を大幅に超過した 5 日間にわたる議論の末、合意に達したものである。

合意内容を見れば、確かに弱点がないわけではない。まず、感染症の打撃が大きい国に優先的に振り分けられる「復興・強靭化基金 (RRF)」などの NGEU の各国への資金配分は 21 年以降となるため、支援策としては機動性に乏しい点がある(注 2)。また、その原資の資本市場での調達は EU によるまとまった額での調達としては最初の事例となるが、今回の起債はその規模、期間、範囲を限定された個別の発行とされており、今後の一般的な EU の共同債に直接、道を開くものではない(注 3)。

しかしその反面で、NGEU の合計 7,500 億ユーロは、EU では GDP の 5%超を占める相応の規模となる。加えて EU 首脳会議では、今回の EU 債の償還財源の一部としてプラスチック税の導入に合意したほか、デジタル税や金融取引税などの検討を進めることとした。これは、EU が共同債とともに共同税の導入にも同時に踏み出すことを意味するものであり、注目に値する動きと言うことができる。

図表1　EUの包括的な施策(7月21日、欧州理事会で合意)

(億ユーロ)

「多年次財政枠組み」(2021～2027年) (Multiannual Financial Framework、MFF)	10,743
「次世代EU」(いわゆる「復興基金」) (Next Generation EU、NGEU)	7,500
うち 「復興・強靭化基金」 (Recovery & Resilience Facility、RRF)	6,725
うち 融資	3,600
うち 補助金(2021年～2023年)	3,125
うち その他(補助金)	775
うち リアクトEU(ReactEU)	475
うち ホライズン・ヨーロッパ研究助成計画	50
うち インベストEU(InvestEU)	56
うち 農村開発	75
うち 公正な移行基金	100
うち 市民保護メカニズム(RescEU)	19
合計	18,243

補助金合計＝3,900

(資料)(注 1)の資料から農中総研作成

こうした点で、NGEU の創設は念願の EU の財政統合に向けた最初の一歩として、軽視できない意義を有している。金融市場でも、独仏両首脳が復興基金の設立で合意した 5 月以降、通貨ユーロは堅調に推移し、イタリアなどの周辺国債の対独利回りスプレッドも縮小傾向にある。そして実際に、NGEU による支援への期待が最も大きいのはイタリアであるとみられる。本稿では、同国が置かれた厳しい状況について探っていくこととしたい。

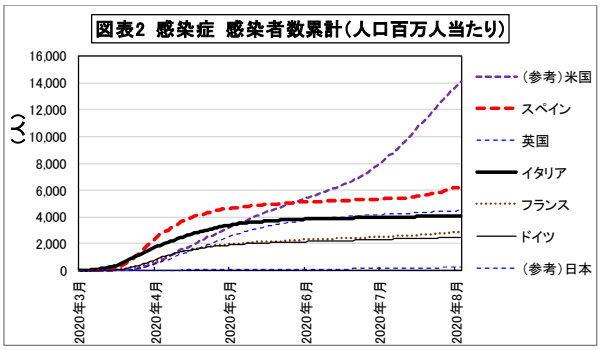
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

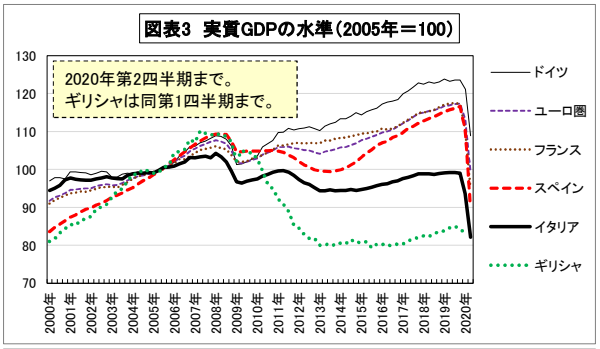
感染症拡大以前から厳しいイタリア情勢

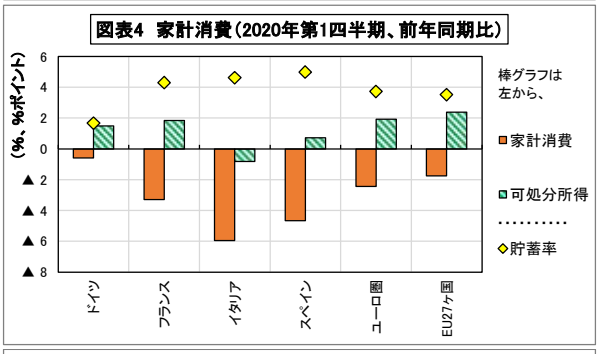
イタリア情勢の厳しさはどこにあるのだろうか。感染症の拡大は、単位人口当たりの感染者数や死亡者数で見て、スペインでより著しい（図表 2）。また、影響を受けやすい観光業に密接に関連する宿泊・飲食業などへの経済の依存度の点でも、スペインの方がより大きいのが実態である(注 4)。こうしたなか、20 年第 2 四半期の実質 GDP の落ち込みは、スペインでイタリアよりも大幅となっている(注 5)。

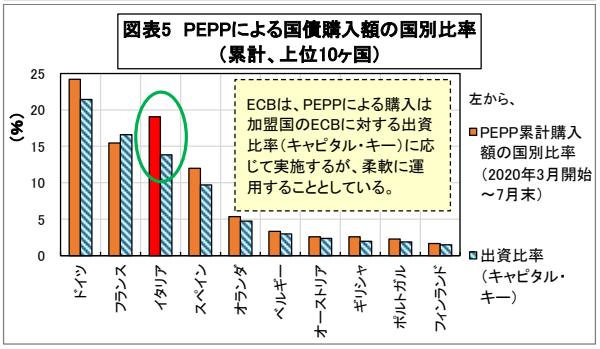
これに対しイタリアでは、他国にはない経済基盤の弱さを抱え、以前から経済の低迷が長く継続している（図表 3）。その背景には、政治面の不安定さを主因に構造改革が停滞していることによる、硬直的な経済体制が強く働いているとみられている。財政危機後も一貫した構造改革は行われず、企業の競争力は劣り収益性の改善は鈍い。固定資本投資は盛り上がりに欠け、労働生産性は横ばい状態である。銀行の不良債権比率も依然として高い水準にある。こうした中で失業率の改善は鈍く、貧富の格差は拡大傾向にある。一方で、少子高齢化も進行している。またかつては、移民や難民の集中的な流入による社会の負担増も加わり、中道政治の退潮がさらに加速する局面もあった。

このような経済基盤の弱さの下で、足元の状況についても、イタリアでは特に内需の弱さが指摘できる（図表 4）。加えて、このところのイタリア国債の利回りの安定も、欧州中央銀行（ECB）の「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」などによる大量の国債購入によるところが大きいものとみられ、イタリアの経済情勢などの実態を正しく反映したものとは考えにくい（図表 5）(注 6)。









（資料）図表 2 は Our World in Data の、図表 3、4 は Eurostat の、図表 5 は ECB の、各データから農中総研作成

こうして感染症拡大以前から長く続く経済の低迷の実情を勘案すれば、イタリアの感染症の打撃からの回復は他の国々以上に脆弱なものとなることが予想される。これが、イタリア情勢の厳しさの第一の側面である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

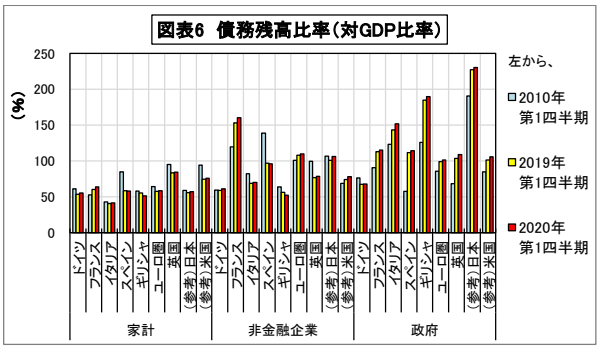
感染症がイタリアに課した新たな重荷

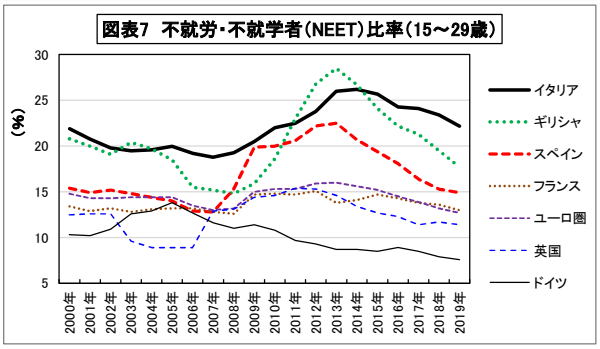
以上の感染症拡大以前から続く厳しい情勢に加え、感染症が新たに課した重荷について検討することが重要となる。というのも、この重荷がイタリアの経済・社会の弱点に重く圧し掛かり、他国以上に状況を悪化させるとみられるためである。

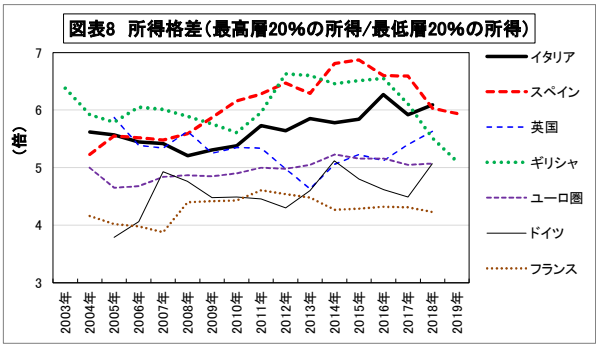
一般に、感染症の拡大は各国に対し次の点で負荷を与えている。第一に、政府や企業部門を中心とした債務の拡大であり、第二には、特に今後見込まれる、企業の人員削減や倒産による失業者の増加や貧富の格差の拡大である。これに対しイタリアでは、感染症拡大以前から他の主要国との対比でも、特に政府部門における債務残高が大きい（図表 6）。また社会面では、やはり感染症以前から既に若年層での不就労・不就学者（NEET）の比率が高く、所得格差は拡大し、貧困層の割合が上昇している（図表 7、8）(注7)。また足元でも、労働時間の縮小幅が他国に比べ大きく拡大している点が注目される（図表 9）。

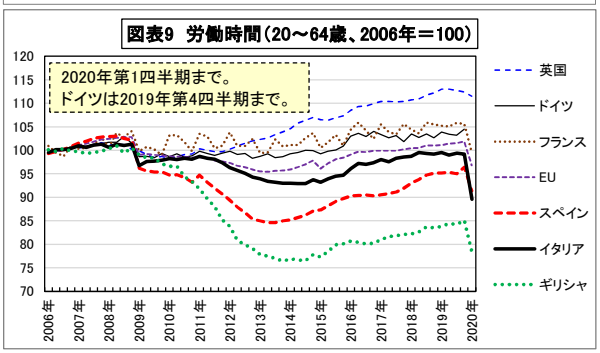
このうち債務の拡大は、景気が落ち込んだ下ではその改善は一層困難となるばかりか、感染症の影響が継続するに連れ今後もさらに拡大を強いられる可能性がある。一方の社会情勢については、イタリアも含め短時間労働制度などの拡充により雇用の維持が図られてきた欧州であるが、むしろこれから失業者が増加する可能性が大きい。それは、財政の制約から従来どおりの政策の継続が困難となるほか、今後は、政策の重点をこれまでの単なる雇用の維持から、異業種への再配分を含む労働者のスムーズな職場復帰対策へ移行させることが重要となるためである。

このように見ると、感染症が新たに課した重荷はイタリアの弱点部分に集中的に圧迫を加えることになる。このため、前項で見た感染症以前からの経済基盤の弱さに伴う回復力の脆弱性に、さらに第二として感染症の影響が他国以上に重く作用する点も加わることで、イタリア情勢は一層厳しさを増すことが予想される。









（資料）図表 6 は IIF の、図表 7～9 は Eurostat の、各データから農中総研作成

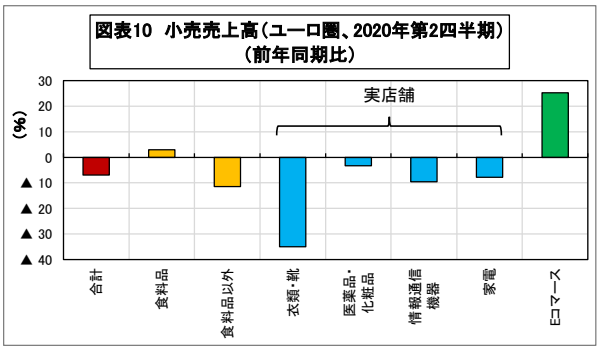
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

NGEU と対をなす、一方の次期中期予算（MFF）の特徴としては、その約 3 割を気候変動対策に割り当てたほか、技術革新やデジタル化、国境管理や防衛などの重点事項をより明確化した点にある。

このような変革の時代にあって、今回の感染症の拡大が産業の構造的な変化をさらに加速する可能性がある。サプライチェーンの分散化や、IT 関連分野やヘルスケア分野など戦略的に重要である産業のオンショアリング化（国内回帰）、新たな働き方や生活の仕方がある程度定着することに伴う E コマース（電子商取引）の一段の伸張などである（図表 9）。

こうした中で、イタリアが EU の経済規模第 3 位の大国として、この変化に十分対応できるのかが問われている。もともと構造改革の停滞で硬直性が残る経済であり、同国の対応の出遅れが否定できないわけである。このため、経済基盤の弱さ



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

により感染症の打撃からの回復は脆弱となるとみられ、また他国以上に感染症の影響が重く作用するともみられるイタリアに対して十全の支援を行い、まず経済の回復を促すことは、EU 経済の競争力の確保のうえでも重要な前提となる。

欧州ではイタリア以上に感染症が拡大した国々がある。しかしイタリアにとって今回の復興基金である NGEU は他の国々以上に大きな意味を持っており、それへの期待が大きいということになる。

（20.8.24 現在）

(注 1) 図表 1 は次の文書による。なお日本語表記は、駐日欧州連合（EU）代表部の表記による。

・ European Council（21 July 2020）“Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions”

(注 2) なお RRF は、新型コロナウイルスによる経済への打撃の実態を踏まえ各国が作成する復興計画に基づき影響が大きい加盟国に優先的に配分されるため、現時点では、各国毎の配分額は未定である。

(注 3) NGEU の原資調達により、EU は欧州における高格付け債券の主要な発行体のひとつとなるため、この調達は資本市場の拡充の面から意義があるものである。次の Financial Times の記事によれば、ムーディーズおよびフィッチは、現在のところ今回の 7,500 億ユーロの資金調達で EU に付与した最上位の格付けの見直しを行う方向にはないとしている。また、主要国債の直近の発行残高は以下のとおりである。

・ FT（11 August 2020）“EU’s top credit rating can survive €750bn stimulus, say agencies”

＜主要な国債発行残高（ユーロ圏）＞

（Bloomberg による。格付けはムーディーズ/S&P/フィッチの順。）

ドイツ（Aaa/AAA/AAA）： 1 兆 4,750 億ユーロ
オランダ（Aaa/AAA/AAA）： 3,540 億ユーロ
オーストリア（Aa1/AA+/AA+）： 2,830 億ユーロ
フィンランド（Aa1/AA+/AA+）： 1,330 億ユーロ
フランス（Aa2/AA/AA）： 2 兆 1,860 億ユーロ
スペイン（Baa1/A/A-）： 1 兆 1,230 億ユーロ
イタリア（Baa3/BBB/BBB-）： 2 兆 1,230 億ユーロ

(注 4) 産業構造に関するデータは次を参照されたい。

・山口勝義「世界的な感染症拡大で日・米以上に縮小する欧州経済」（『金融市場』2020 年 8 月号所収）

(注 5) 20 年第 2 四半期実質 GDP の前期比伸び率は、イタリアの▲12.4%に対しスペインは▲18.5%。

(注 6) PEPP の導入を決定した 3 月 18 日の臨時理事会で、ECB は、対象債券の購入は加盟国の ECB への出資比率（キャピタル・キー）に応じて実施するが、柔軟に運用することとした。なお、ECB は PEPP の資産買取り枠を、当初設定の 7,500 億ユーロから、6 月 4 日に 1 兆 3,500 億ユーロに拡大した。

(注 7) 図表 7 の NEET 比率は、同年齢層の全人口に対する比率である。また、図表 8 は最高所得人口 20%が得た合計所得の、最低所得人口 20%が得た合計所得に対する倍率である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連載

金融機関の新潮流〈第 24 回〉

コロナ禍の中、取引先支援に取り組む共立信用組合

古江　晋也

要旨

東京都大田区に本店を置く共立信用組合は、16 店舗中 13 店舗を大田区に配置するまさに「大田区の金融機関」であり、「取引先をつぶさない」ことを経営方針に掲げてきた。新型コロナの感染拡大を受け、企業や個人事業者は「売上蒸発」に見舞われるようになり、組合にも相談が相次いだが、営業店では「全員営業体制」によって対応を図ってきた。新型コロナによって取引先企業や個人事業者が厳しい状況に直面する中、田中教夫理事長は「コロナ禍の中で求められる金融機関とは、取引先の懐に入り込み、経営者の思いを感じることである。『型にはまった対応や決まりきった対応』では通用しなくなる」と指摘する。

はじめに

新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大を受け、地域経済は厳しい状況に見舞われている。2020 年 1 月中旬に国内で感染者が初めて確認されて以降、感染者は拡大。3 月下旬頃には政府や地方自治体が国民に外出を自粛するように要請、在宅勤務を導入する企業も相次いだ。

4 月 7 日には改正新型インフルエンザ等特別措置法に基づく「緊急事態宣言」が 7 都府県で発出され、不要不急の外出自粛要請などが行われた。しかし感染者はその後も増加し、16 日には緊急事態宣言が全国に拡大するとともに、13 都道府県は「特別警戒都道府県」とされた。それから約 1 ヶ月後の 5 月 14 日には 39 県で緊急事態宣言が解除（8 都道府県は継続）、21 日には関西で解除（首都圏と北海道は継続）され、5 月 25 日にようやく全国で解除された。

ただ、多くの企業や個人事業者は長期にわたる「売上蒸発」という厳しい状況に直面し、新型コロナの感染が再び拡大傾向に転じる中、現在も売上高の減少に苦しんでいる。ここでは東京都大田区に本店を置く共立信用組合（20 年 3 月・預金積金 1,580 億円、貸出金 825 億円、16 店舗、職員 176 人）の取り組みを取り上げる。

新型コロナの感染拡大と「売上蒸発」

共立信用組合は 16 店舗中、13 店舗が大田区にあるまさに「大田区の金融機関」である（大田区以外では品川区に 2 店舗、世田谷区に 1 店舗ある）。京浜工業地帯の中心に位置している大田区は全国的に「ものづくりの町」として知られてきたが、近年では製造業事業者数が右肩下がりで減少している。そこで共立信用組合

写真１ 共立信用組合本店

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は「取引先をつぶさない」という方針のもと経営を続けてきた。

新型コロナの感染拡大前の取引先企業や個人事業者の業況は、米中貿易摩擦などが一段と激しさを増すようになり、売上高が徐々に減少傾向となる中、さらに新型コロナの感染拡大によってほぼすべての業種が売上蒸発という甚大な影響を被った。

共立信用組合では 5 月上旬に取引先へのヒアリング調査を実施したが、その結果は極めて厳しいものであった。まず製造業では、大手自動車メーカーが一時生産を停止したことを受け、下請け会社の受注がなくなった。そして下請け会社の受注がなくなると、産業用の液体酸素や液体窒素などの高圧ガスを販売する商社の売上も減少するようになった。

建設業では、各種イベントが中止となったことから、例えば鉄骨を組んだり、イベント用フィルムを貼り付けたりするといった業務がなくなった。さらに美容院、歯科医院、鍼灸院などの人との接触を伴う業務も来店者数が激減した。また東京湾に面した大田区東部は通常であれば、釣り客の多い地域であるが、外出自粛から釣り客が減少し、釣り具店のエサの販売も減少した。意外だったのは、弁護士事務所の収益減少である。これは新型コロナで公判が延期となり、弁護料が入らなくなったからである。

写真２ 田中教夫理事長

ただやはり大きな影響を受けているのは飲食店であり、売上を確保するためにテイクアウトを始めたものの、感染拡大前の水準に戻すことは容易ではないという。

緊急事態宣言下での営業体制

前述のような状況の中、共立信用組合では、まず 1 月下旬に本部で備蓄していたマスクを職員に配布することで業務に臨むことにした。そして 3 月 12 日には 16 店舗すべてに新型コロナの感染拡大で影響を受けている組合員のための融資相談窓口を設置した。またある日、組合員が営業店に飛沫防止のための透明のアクリル板を持って来店したことがきっかけとなり、全店に配置することになった。

緊急事態宣言以降の営業店の勤務体制については、店長と融資担当者は毎日出勤することとしたが、渉外担当者については、訪問予定のある者は午前中に取引先のもとに電話を入れ、訪問自粛の旨を伝えることにした。ただ「どうしても来てほしい」という要望がある場合は、訪問することとした。そして午後は半数の渉外担当者を帰宅させる一方、もう半数の渉外担当者は電話応対などを行う 2 交代制とした。

また原則、月に一度訪問する定期積金の集金業務については、緊急事態宣言が解除となった後 2 ヶ月分まとめて集金することとした。定期積金の払い込みが遅延するということは、満期日が後ズレすることにもなるが、遅延理由が新型コロ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

写真３ 本店営業部のテラーカウンター

写真４ 本店営業部のロビー

ナ関連であることがわかる場合は、満期日を後ズレしないようにした。そのため４月分の定期積金の払い込みの遅延は増加することになったが、緊急事態宣言解除後の遅延は減少している。

さらに、職員が発熱した場合は、組合に報告させ、自宅待機という措置を取ることにした。営業地域の郵便局では、郵便局の職員が新型コロナに感染したため業務が一時休止となったこともあり、組合では不安や緊張が続いたものの、幸いひとりの職員も感染者が出なかったことに胸をなでおろしたという。また都内の公立学校が臨時休業となる中、子どもがいる職員については別途、特別休暇を認めることにした。

緊急事態宣言解除後、共立信用組合は渉外活動を復活させた。このことについて理事長の田中教夫氏は「組合員との心の付き合いが大切である。これが『きょうしん』のブランドである。コロナの影響で渉外活動をしないというのではきょうしんブランドが崩れてしまう」と話す。

「大田区の金融機関」として

新型コロナの感染拡大によって厳しい経営環境に直面した中小企業や個人事業者への金融支援は、大別して、①大田区の制度融資（大田区が低利融資を金融機関にあっせんし、融資後の支払い利子の一部や全部を補助する）、②国の制度融資（いわゆる「実質無利子・無担保融資」）、③共立信用組合のプロパー融資がある。ただ①、②の制度融資を活用したくても、これまでの債務状況次第では融資を受けることができない中小企業や個人事業者もある。そのような場合、同組合はプロパー融資で対応することにしている（③）。ただ同プロパー融資は、新型コロナ対策として新たに商品開発したわけではなく、従来から取り扱っている商品「きょうしん 500」（融資限度額 500 万円以内）である。このことについて、田中氏は「普段どおりの業務をしていることがコロナ対策にもなる」と言い、これまで「取引先をつぶさない」ことを経営方針に掲げてきたスタンスが活かされていることがわかる。

一方、共立信用組合の営業店では、すべての案件を支店長、次長、融資担当者、渉外担当者、内勤職員のほぼ全員が把握し、意見を出し合う「全員営業体制」を構築していることが大きな特徴だ。その理由は、若手職員を育成するためには現場を踏んでいかなければならないことに加え、1 つひとつの相談や案件が複雑化し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ているケースも少なくないからである。相談者の中には、例えば、新型コロナの感染拡大を受け、複数の金融機関から借り入れを行った個人事業者もある。その場合、組合では個人事業者と向き合い、要望を聞き取った後、債務の一本化などで対応するが、そのプロセスは営業店のほぼすべての職員がさまざまな角度から意見を出し合うこととしている（共立信用組合の 6 月末までのコロナ関連融資は 462 件・59 億円となった）。

「融資が負担になってはいけない」

ただ、共立信用組合が強調していることは「融資が取引先の負担になってはいけない」ということである。これは、新型コロナ対策の制度融資が実質無利息といえども、個人事業者にとっては後日返済していかなければならない資金であることに変わりがないためであり、これまで以上の売上高の水準を継続していかない限り、完済することが難しいという現実を反映している。そのため新型コロナ以前から負債のある個人事業者の中には、「いざ」という備えとして制度融資を借入れたものの、当該資金を使わず、運転資金をやり繰りしている者もいるという。これは新型コロナの感染拡大がいつ収束するかわからず、長期的な見通しが立たないことに対する不安感の表れであることが容易に想像できる。

また、個人事業者が高齢で後継者がいない場合は、コロナ禍を機に廃業を選択する個人事業者も少なくないという。中小企業庁の『2020 年版中小企業白書・小規模企業白書概要』では「経営者の高齢化や後継者不足を背景に、年間 4 万者以上の企業が休廃業・解散しているが、このうち、約 6 割は黒字企業」と指摘するが、新型コロナの感染拡大が長引くと、さらなる休廃業・解散が加速することも懸念される。そのため組合では今後どのようにサポートしていくかも検討していくという。

おわりに

以上、コロナ禍における共立信用組合の取り組みをまとめてみた。新型コロナの感染拡大の収束時期が容易に見通すことができない中、ネットバンキングなどの非対面型チャネルの活用や QR コード決済などのキャッシュレスの取り組みを積極的に促進する動きが加速している。ただその一方で、売上蒸発によって厳しい状況に直面した取引先企業や個人事業者をどのように支えていくかも重要な課題である。加えて企業の売上蒸発は、所得や雇用にも大きな影響を与えかねず、感染拡大の状況次第では、住宅ローンなどの個人ローンの返済相談も今後増加していくことが予想される。

そのため金融機関にとってのウィズ・コロナの時代とは、さまざまな経営課題や悩みを抱えた取引先とこれまで以上に対話を繰り返し、ともに解決策を導き出すことが業務の大きなウェイトを占めることになるであろう。田中氏は、「コロナ禍の中で求められる金融機関とは、取引先の懐に入り込み、経営者の思いを感じることである。『型にはまった対応や決まりきった対応』では通用しなくなる」と指摘するとともに、「ハート・トゥ・ハート」を実践するために今後も適切な感染予防対策を講じたうえで「訪問による対話」に取り組む営業方針を打ち出している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

2020～21年度改訂経済見通し

感染再拡大リスクと隣り合わせの内外経済

～日本経済見通し：2020年度：▲6.5%（下方修正※）、21年度：2.7%（据え置き※）～

※20年6月時点の当総研見通しとの比較

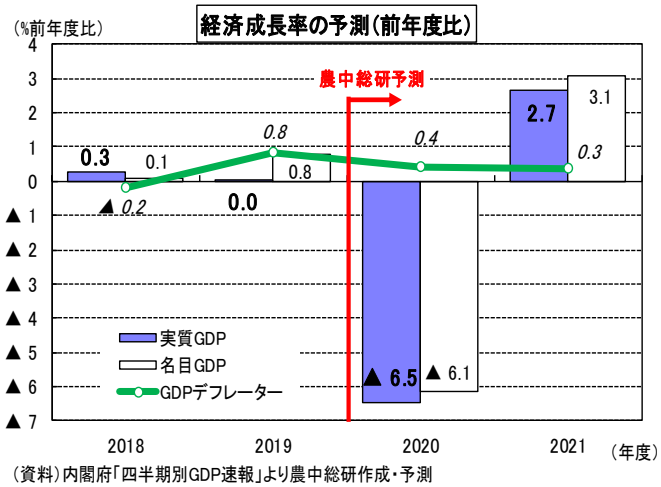
2020年8月20日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

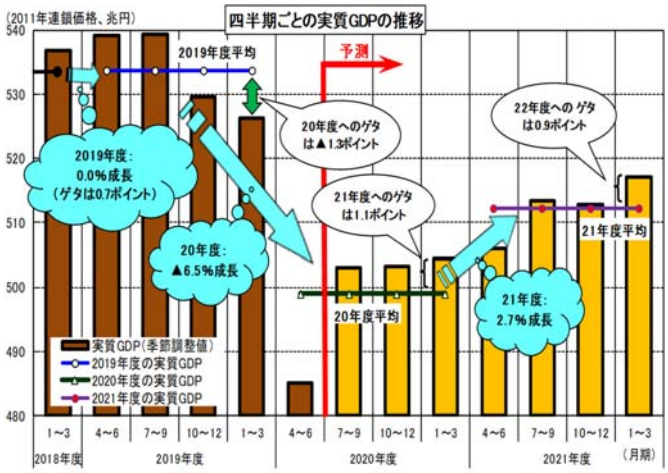
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 新型コロナウイルス感染症がパンデミック化したことで、内外の経済活動が大幅に制限された結果、4～6月期の実質GDPは過去最大級のマイナス成長に陥った。
- 感染拡大がひとまず落ち着いたことで、5月以降は日本や欧米主要国では経済活動が再開されたため、足元7～9月期には一定のリバウンドが見られ、4四半期ぶりのプラス成長と予想される。ただし、**20年度下期も日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるとの前提の下**、持ち直しには当分の間限度があり、自ずと回復ペースは緩慢なものになることは避けられないだろう。さらに、慢性的な需要不足状態が継続することで、過剰を抱える企業では雇用や設備投資に対して抑制的になる可能性もあるだろう。20年度の経済成長率は前年度比▲6.5%と、6年ぶり、かつ戦後最大のマイナスと予想される。
- 政府は新型コロナ対策として大規模な財政政策を発動しているが、今後は感染拡大防止と社会経済活動の両立を進めていく方針である。とはいえ、ワクチンや治療薬が開発されない限り、コロナ前の経済水準に戻るのは難しいだろう。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2020年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

目　次

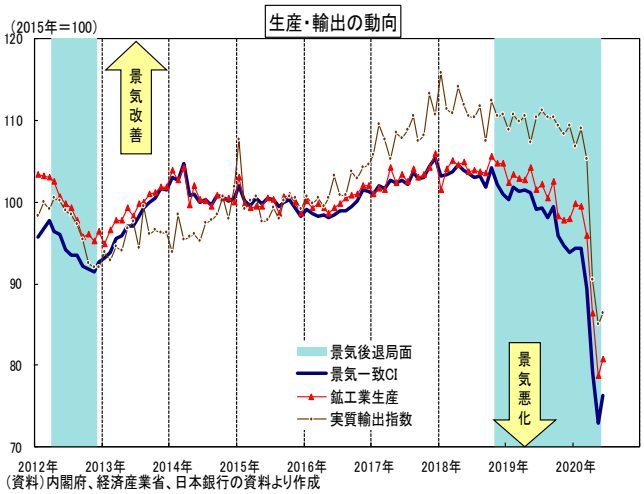
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	20
4	日本経済・物価の見通し	22

見通し担当者:

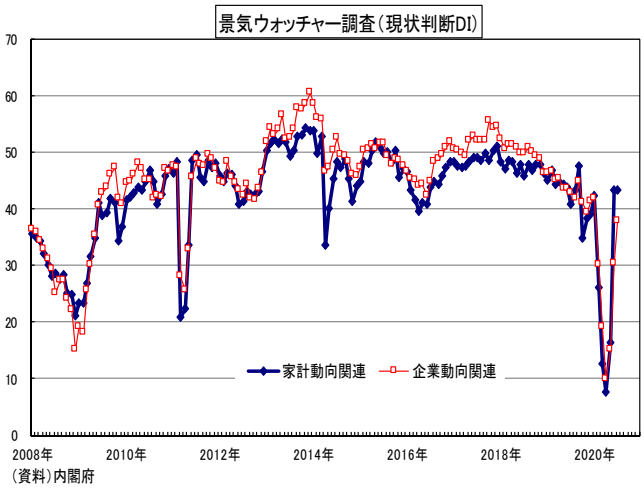
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 景気動向:6月には持ち直しが始まったが、感染再拡大リスクもみられ、「順調」とは程遠い
  - 緊急事態宣言は5月下旬までに順次解除され、経済活動は再開された
    - 消費、生産、輸出などの主要指標はいずれも5月に底入れ
  - 6月の景気動向指数によれば、景気の基調判断は11ヶ月連続の「悪化」ながらも、早ければ8月分で「下げ止まり」に上方修正される可能性も
  - 7月の月例経済報告では、国内景気について「依然として厳しい状況にあるが、このところ持ち直しの動きがみられる」へ基調判断を上方修正
  - 一方、7月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断DIは3ヶ月連続で改善したものの、新型コロナの新規感染者数が再び増加したこと等から先行き判断DIは悪化に転じた



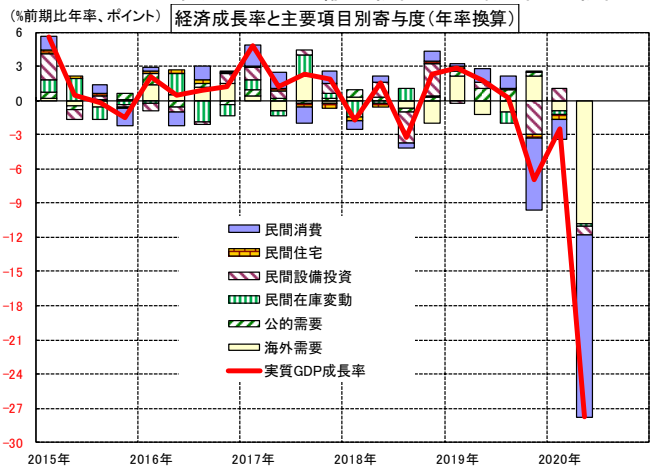
(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



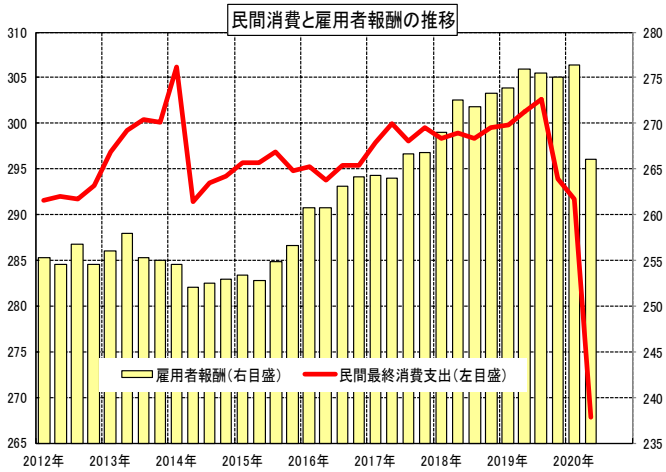
(資料)内閣府

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 4～6月期GDP：3四半期連続かつ過去最大級のマイナス成長（前期比年率▲27.8%）
  - 実質GDP（年率換算）は485兆円と、東日本大震災発生後（11年4～6月期）の規模まで一気に縮小
  - 緊急事態宣言の下、民間消費（前期比▲8.2%）が大きく落ち込んだほか、民間住宅投資（同▲0.2%）、民間企業設備投資（同▲1.5%）など民間最終需要も減少
  - 公的需要も前期比▲0.02%と2四半期連続で減少、景気の下支え役を果たせず
  - 海外経済の悪化から輸出等は同▲18.5%と2四半期連続、輸入等も国内景気の悪化によって同▲0.5%と3四半期連続で、いずれも減少
    - 外需寄与度（対前期比成長率）は▲3.0ポイントと2四半期連続のマイナス
  - GDPデフレーターは前年比1.5%へ加速（5四半期連続のプラス）
    - 実態としては輸入物価の下落に国内物価の調整が追い付かなかったことが原因



（資料）内閣府経済社会総合研究所



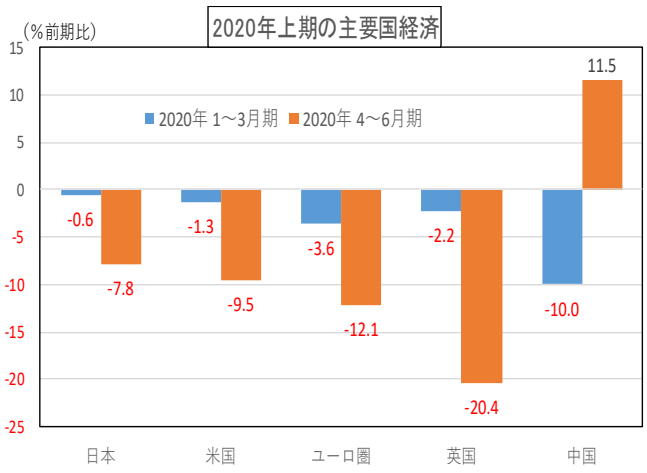
（資料）内閣府　（注）実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

2　世界経済の動向　①概況

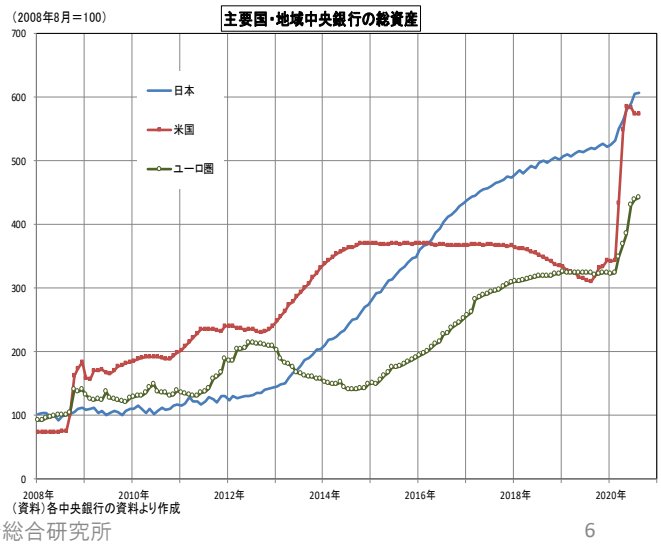
- 新型コロナの感染拡大を受けて、主要先進国では都市封鎖、国境閉鎖などの強硬措置をとった結果、大幅なマイナス成長に陥った
  - 感染がいち早く収束に向かった中国は4～6月期にプラス成長へ転換

- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
- 各中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応

- 4～5月にかけて日本や欧米各国では移動制限などを徐々に緩和し始めたが、一部で感染が再拡大する動きも散見される



（資料）各国統計より農林中金総合研究所作成



（資料）各中央銀行の資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

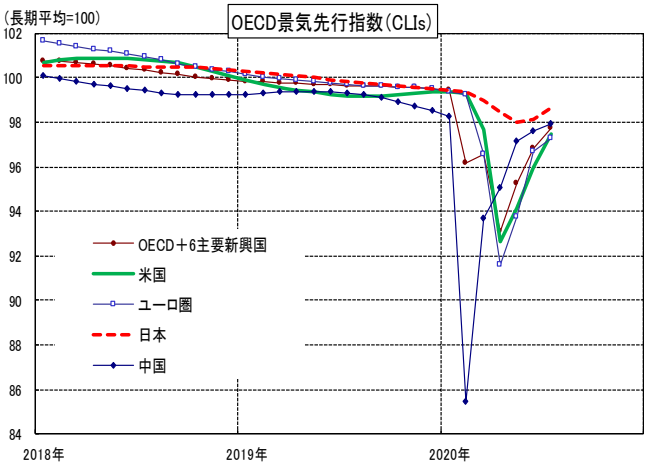
- 国際機関による世界経済見通し：下方修正が継続
  - IMF世界経済見通し（20年6月発表）は8回連続での下方修正
    - 20年の世界全体の成長率は前年比▲4.9%、世界貿易数量も同▲11.9%と、いずれも11年ぶりの減少予想で、大恐慌以来最悪の景気後退の可能性を指摘
  - OECD経済見通し（20年6月発表）は2つのシナリオを並列的に示した
    - このまま感染が収束に向かうケース：20年の世界経済の成長率は▲6.0%、21年は5.2%
      - 21 年末時点でもコロナ前の GDP 水準には到達しない
    - 20 年末にかけて感染第 2 波が襲来するケース：20年の世界経済の成長率は▲7.6%、21年は2.8%

- OECD景気先行指数（CLIs）：回復傾向
  - 中国に続き、欧米など先進国でも持ち直しが見られるが、いずれもコロナ前の水準に及ばず

2020～21年　IMF世界経済見通し

	2018年	2019年	2020年	2021年
世界全体（実質経済成長率）	3.6	2.9	▲ 4.9	5.4
先進国	2.2	1.7	▲ 8.0	4.8
米国	2.9	2.3	▲ 8.0	4.5
ユーロ圏	1.9	1.3	▲ 10.2	6.0
ドイツ	1.5	0.6	▲ 7.8	5.4
フランス	1.8	1.5	▲ 12.5	7.3
イタリア	0.8	0.3	▲ 12.8	6.3
スペイン	2.4	2.0	▲ 12.8	6.3
英国	1.3	1.4	▲ 10.2	6.3
日本	0.3	0.7	▲ 5.8	2.4
新興国・発展途上国	4.5	3.7	▲ 3.0	5.9
中国	6.6	6.1	1.0	8.2
インド	6.1	4.2	▲ 4.5	6.0
ブラジル	1.3	1.1	▲ 9.1	3.6
ロシア	2.5	1.3	▲ 6.6	4.1
南アフリカ	0.8	0.2	▲ 8.0	3.5
ASEAN5	5.3	4.9	▲ 2.0	6.2
世界貿易数量（財・サービス）	3.8	0.9	▲ 11.9	8.0

（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2020年6月）』



（資料）OECD　（注）6主要新興国：ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向：緩慢な回復へ
  - 20年4～6月期のGDPは前期比年率▲32.9%成長（速報）
  - 7月時点の雇用者数は新型コロナウイルス感染拡大前の2月と比べて8.5%少ない
  - 感染再加速の影響から雇用の回復は鈍く、消費者マインドも頭打ち
  - 見通しのポイントとしては、新型コロナウイルス見通し期間中は収束に向かわず、小さい再拡大の波が幾度か来るという仮定のもと、①20年下期から徐々に回復が始まること、②継続的な財政政策による下支えが予想されること、③米中対立の激化から、設備投資、貿易の回復は鈍化することなどが挙げられる
  - 成長率見通し：20年は▲5.0%、21年は3.2%（20年は▲4.2%、21年は3.9%からそれぞれ下方修正）

予測表（四半期）

（予測→）

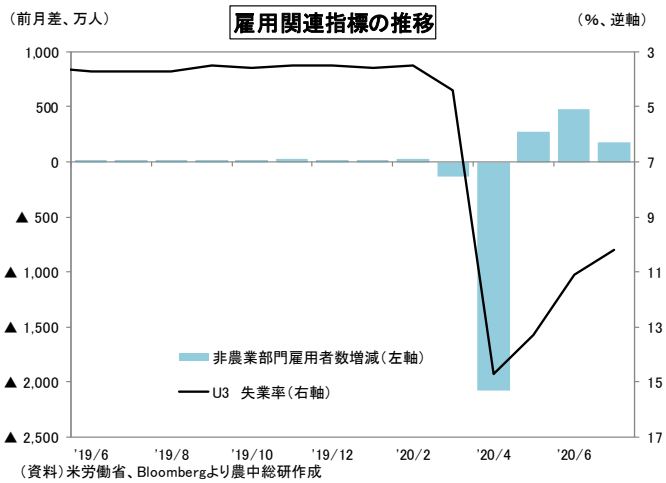
	単位	2019年				2020年				2021年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.9	1.5	2.6	2.4	▲ 5.0	▲ 32.9	20.4	5.5	3.8	3.9	3.7	4.4
個人消費支出	%	1.8	3.7	2.7	1.6	▲ 6.9	▲ 34.6	18.2	6.7	4.9	3.8	3.5	3.8
民間設備投資	%	4.2	0.0	1.9	▲ 0.3	▲ 6.7	▲ 27.0	▲ 18.6	▲ 4.9	5.2	8.6	12.8	12.4
民間住宅投資	%	▲ 1.7	▲ 2.1	4.6	5.8	19.0	▲ 38.7	39.6	17.0	2.0	1.9	1.9	1.9
輸出	%	1.8	▲ 4.5	0.8	3.4	▲ 9.5	▲ 64.1	45.0	38.7	9.0	9.7	7.7	8.4
輸入	%	▲ 2.1	1.7	0.5	▲ 7.5	▲ 15.0	▲ 53.4	49.2	7.2	6.7	9.3	9.1	7.6
政府支出	%	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.0	1.9
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	21.0	▲ 30.3	▲ 442.4	25.0	30.0	30.0	35.0	35.0	40.0
失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	10.0	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.2	6.5	5.0	4.5	4.0	4.0	3.8	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.7	1.8	1.6	1.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
FFレート誘導水準	%	2.25～2.50	2.25～2.50	1.75～2.00	1.50～1.75	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.0	1.7	1.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2	1.4

（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

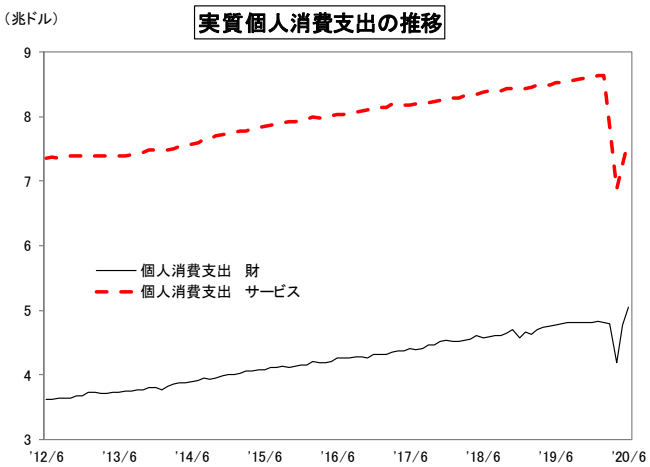
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 雇用：急速な雇用喪失と緩慢な回復
  - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した4月から、782万人の雇用が回復したが、7月の失業率は10.2%と依然として高止まりしている
  - 第2波、第3波への警戒や、行動様式の変化から雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる

- 消費：鈍い回復ペースを想定
  - 雇用の鈍い回復に伴い、消費の回復も緩慢なペースを想定
  - 失業給付金拡充措置の延長などが期待されている



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

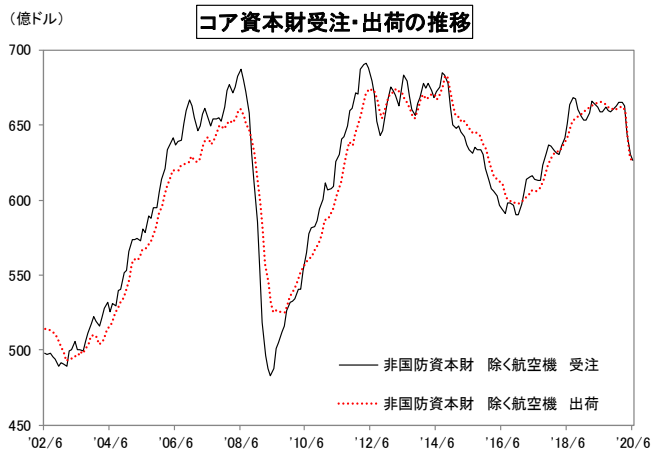


（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

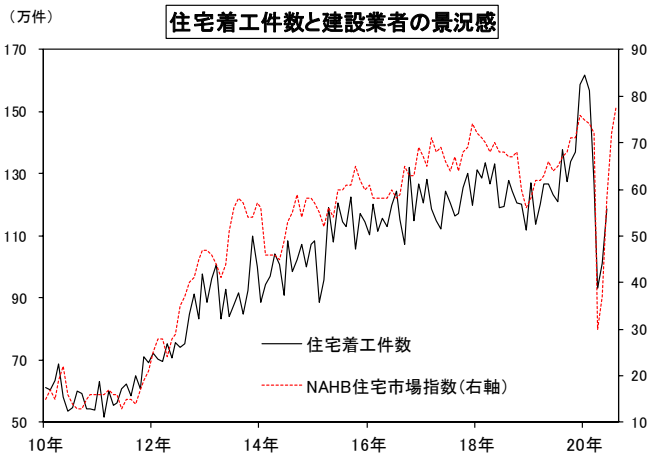
- 貿易：鈍い回復を想定
  - 新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されるなか、中国企業の締め出しもあり、鈍い回復を想定

- 設備投資：非常に鈍い回復を想定
  - 米中対立、世界貿易の低迷などが下押し材料となり、非常に鈍い回復を想定

- 住宅投資：相対的には底堅い推移
  - 超緩和的な環境による歴史的な低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む



（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成（注）3ヶ月移動平均。



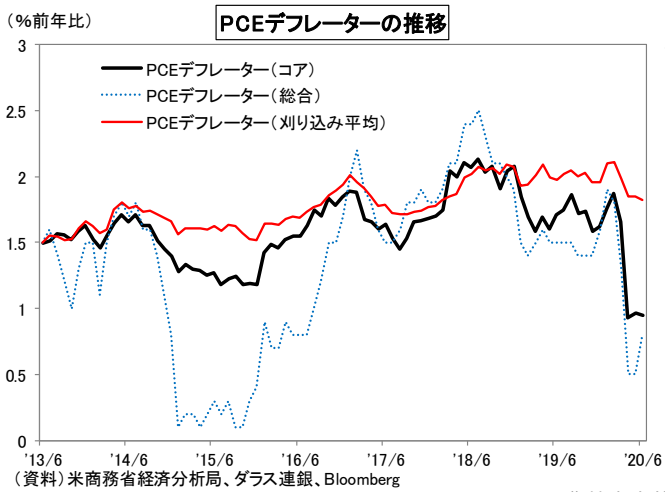
（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

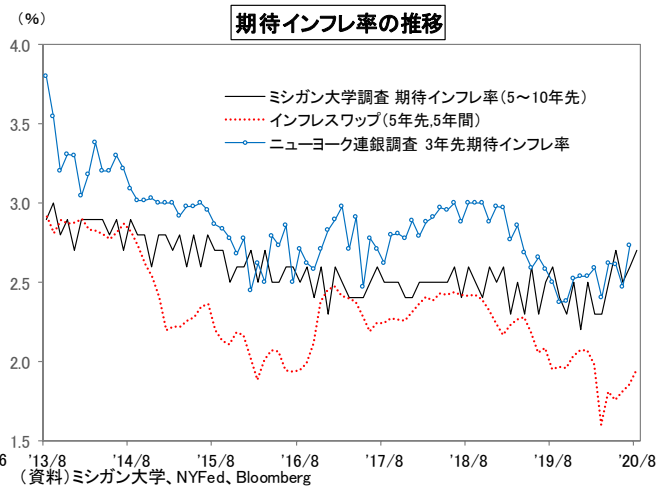
- インフレ率：
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比1.0%前後で推移
  - 需給バランスが崩れたことからディスインフレ傾向が強まる見込み

- 金融政策：
  - FRBは、約4年ぶりとなるゼロ金利政策に加え、社債購入、地方政府への資金供給、無制限の国債買い入れなど矢継ぎ早の危機対応を行う
  - 金融政策の枠組み変更を検討中であるが、インフレ埋め合わせ戦略などの導入により緩和度合がより強まる可能性も

- 財政政策：
  - これまでに総額3兆ドル規模の対策を講じたが、さらに追加的な財政政策が講じられる見通し



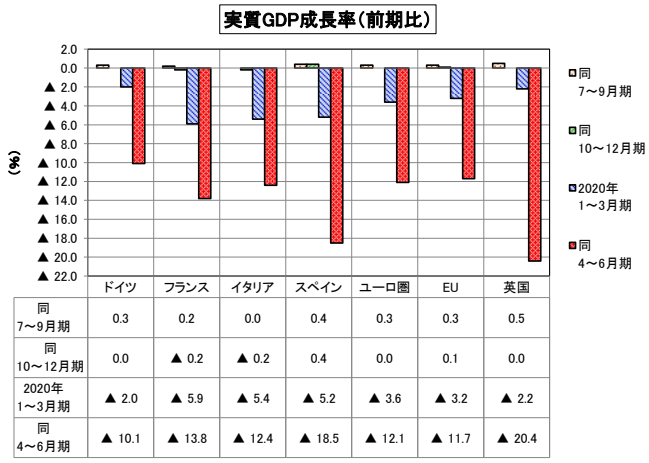
（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg



（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

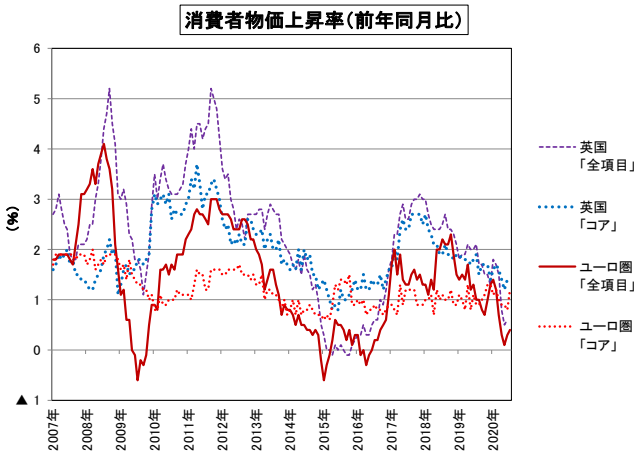
2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向（20年4～6月期の実質GDP成長率）
  - 感染症拡大の影響が20年3月から本格化、4～6月期の実質GDP成長率は大幅な下落
  - ユーロ圏では前期比成長率は▲12.1%（20年1～3月期：▲3.6%）、前年同期比成長率は▲15.0%（同：▲3.1%）
    このうち、経済規模の大きい4ヶ国では、
    - スペインの下落が最大で、前期比成長率は▲18.5%
    - ドイツの下落が最小で、前期比成長率は▲10.1%
  - EUでは、前期比成長率は▲11.7%（20年1～3月期：▲3.2%）、前年同期比成長率は▲14.1%（同：▲2.5%）
  - 英国では、前期比成長率は▲20.4%（20年1～3月期：▲2.2%）、前年同期比成長率は▲21.7%（同：▲1.7%）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	EU	英国
同 7～9月期	0.3	0.2	0.0	0.4	0.3	0.3	0.5
同 10～12月期	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.4	0.0	0.1	0.0
2020年 1～3月期	▲ 2.0	▲ 5.9	▲ 5.4	▲ 5.2	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 2.2
同 4～6月期	▲ 10.1	▲ 13.8	▲ 12.4	▲ 18.5	▲ 12.1	▲ 11.7	▲ 20.4

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 主要な経済指標
  - ユーロ圏： 小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
    - 20年6月の鉱工業生産指数は、前月比で9.1%の上昇ながら、前年同月比では12.3%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で5.7%の上昇、前年同月比でも1.3%の上昇
    - 同月の失業率は7.8%と、前月の7.7%から小幅上昇
  - ドイツ： 小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
    - 20年6月の製造業受注指数は、前月比で27.9%の上昇ながら、前年同月比では11.3%の低下
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で8.9%の上昇ながら、前年同月比では11.7%の低下
    - 同月の輸出額は、前月比で14.9%の上昇ながら、前年同月比では14.6%の低下
    - 同月の小売売上高は、5月の急回復の反動で前月比1.6%の低下ながら、前年同月比では3.2%の上昇
    - 同月の失業率は4.2%と、前月の4.1%から小幅上昇
  - 英国： 小売売上高の回復は速いが、鉱工業生産などは鈍い
    - 20年6月の鉱工業生産指数は、前月比で9.3%の上昇ながら、前年同月比では12.5%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で13.5%の上昇、前年同月比でも1.7%の上昇
    - 20年5月の失業率は3.8%と、前月の3.9%から小幅低下

- 物価動向
  - 足元では、消費者物価上昇率は小幅上昇
    - ユーロ圏では、20年7月の消費者物価上昇率（前年同月比）は、前月の0.3%から0.4%に上昇
    - ユーロ圏では、同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の0.8%から1.2%に上昇
    - 英国では、20年6月の消費者物価上昇率（前年同月比）は、前月の0.5%から0.6%に上昇
    - 英国では、同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.2%から1.4%に上昇

- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）
    - ECBは7月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
    - ユーロ圏の経済活動は再開しているが、見通しは依然として極めて不確実であるとした
    - 収入の減少や極めて高い不確実性が、個人消費や企業の設備投資を引き続き圧迫していると指摘
  - イングランド銀行（BOE）
    - BOEは8月の金融政策委員会で、政策金利の0.1%など、現行の金融政策を維持
    - インフレ率が目標の2%付近に戻るには、向こう2年間程度を要するとの見通し

- 財政政策
  - 各国は機動的な財政出動に注力
  - 欧州理事会は7月、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU（NGEU）」（7,500億ユーロ）の設立に合意

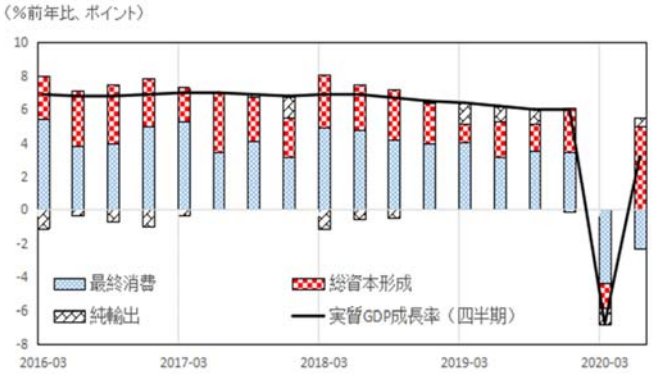
- 景気見通し
  - 感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い、経済活動は4月にはいったん底打ち
  - しかし、先行きの不透明感は強く消費や投資の手控えが継続、貿易の回復も鈍く、景気の回復は緩やか
    - 足元で消費の回復が速いが、一時的な反動の可能性
    - むしろ今後、失業者が増加する見込み
  - 20年の実質GDP成長率は、ユーロ圏、EU、英国で、各前年比▲9%、▲9%、▲10%程度を見込む
    - 大規模な感染症の再拡大はないとの前提

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　④中国

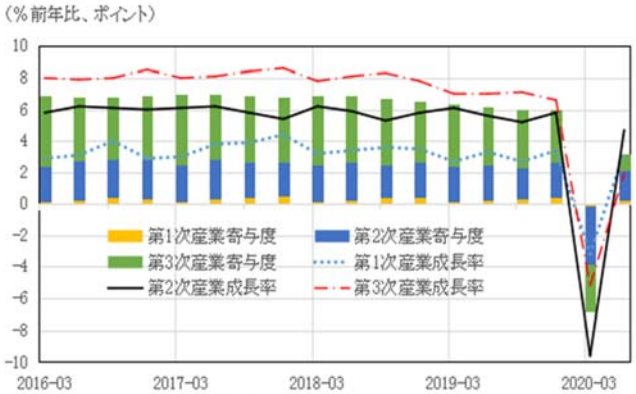
- 景気動向
  - 20年4～6月期の実質GDP成長率は前年比3.2%、前期比11.5%と急回復
    - これまで成長を牽引してきた最終消費が引き続きマイナス寄与となる一方、総資本形成（投資）がプラス成長に大きく貢献したことが特徴的
      - 前年比成長率に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：▲2.35ポイント、総資本形成：5.01ポイント、純輸出：0.53ポイント
  - 産業別にみると、第1次産業（農業）、第2次産業（製造業）、第3次産業（サービス業）はそれぞれ前年比で3.3%、4.7%、1.9%と、第2次産業が牽引する格好
  - 足元の景気は緩やかに回復しているものの、消費・投資は前年割れが続いており、元に戻るにはしばらく時間がかかる見込み

中国の実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成

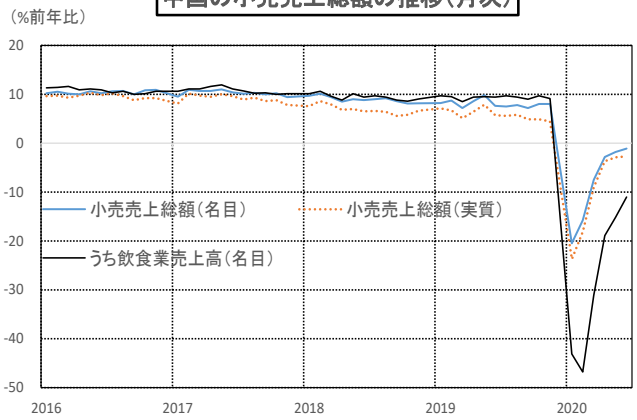
産業別の実質成長率とGDP成長率への寄与度



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成

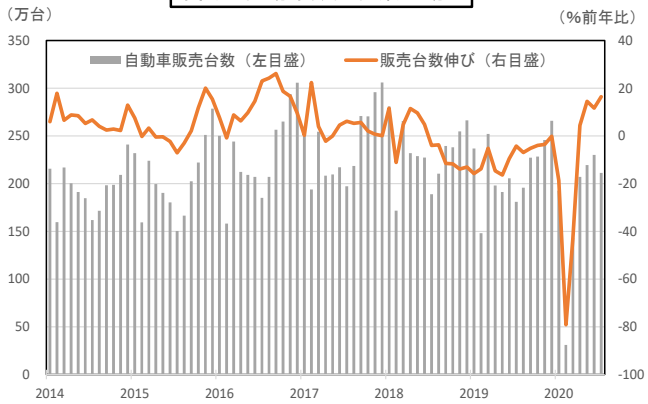
- 個人消費
  - 7月の小売売上総額は名目で前年比▲1.1%と、3月（同▲15.8%）、4月（同▲7.5%）、5月（同▲2.8%）、6月（同▲1.8%）から減少幅が縮小したものの、依然としてマイナスのまま
  - 飲食業売上高は同▲11.0 %と減少幅が依然として大きく、移動の自粛・規制や企業経営の厳しさによる雇用環境の悪化などから不要不急とされる消費を中心に手控えられた状況は続いた
  - 一方、1～7月期のネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は前年比15.7%、自動車販売台数も同16.4%と底堅く推移するなど、消費を下支えした
  - 先行きは観光や娯楽業の再開、自動車や家電製品などの販売促進策の効果が期待され、徐々に持ち直す見込み
    - ただし、家計の所得環境をめぐる厳しさが続くなか、新型コロナ感染の不安から日常生活に自粛や規制が当面続くほか、南部を流れる長江流域が記録的豪雨による水害に見舞われていたこともあり、消費が正常化するにはなお時間がかかるだろう

中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年7月。

中国の自動車販売台数の動向

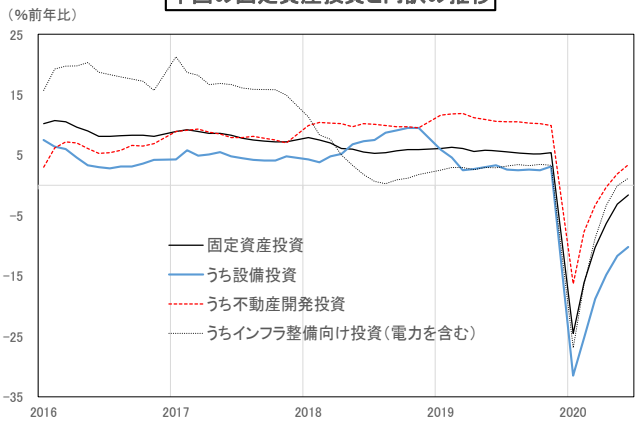


（資料）中国汽車工業協会、Windより作成、直近は20年7月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

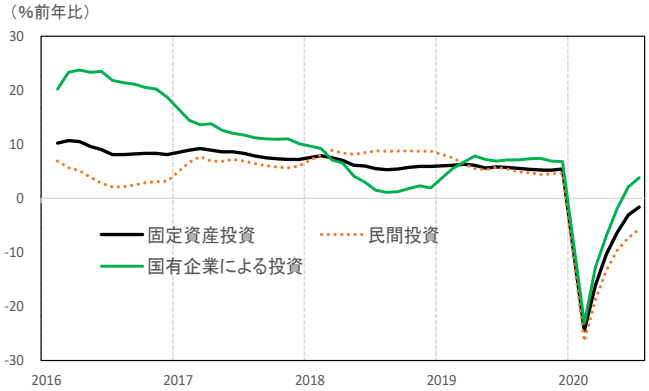
- 固定資産投資
  - 1～7月期の固定資産投資(総資本形成に相当)は前年比▲1.6%と、1～6月期(同▲3.1%)から減少幅が縮小したが、前年割れ状態は継続
    - 投資分野別では、設備投資が同▲10.2%と大幅なマイナスである一方、不動産開発投資とインフラ整備向け投資はそれぞれ同3.4%、1.2%と底堅い
    - 投資主体別では、民間投資は同▲5.7%と前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資は同3.8%と加速、投資全体を下支えした
  - 先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、金融・財政対策の効果を受けてインフラ整備向けの投資が加速するほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体として回復ペースは早まっていく

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家統計局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は1～7月期。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移

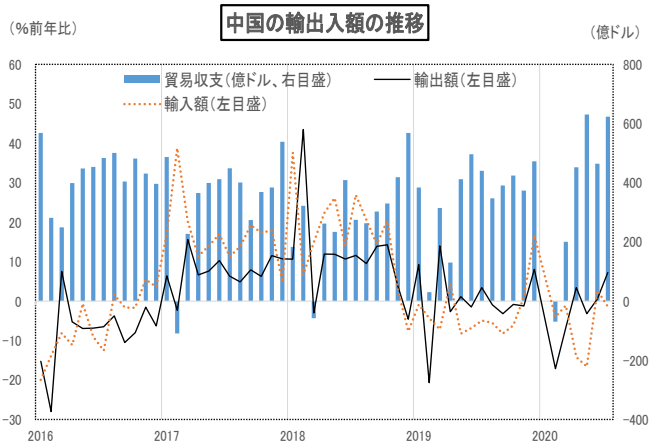


(資料)中国国家統計局、Windより作成

- 輸出入
  - 予想に反し、7月の輸出額(ドルベース)は前年比7.2%へ加速したが、輸入額(同)は同▲1.4%と減少に転じ、貿易収支は623億ドルの黒字に
    - マスク・人工呼吸器など医療用物資に加え、生産活動が停止した国・地域向けへの代替品の輸出が増加
  - 先行き、輸出については、海外の経済活動の再開によって押し下げ圧力は弱まるものの、海外需要の弱さが続くとみられるほか、米中摩擦の激化も懸念材料となり、大幅な加速は見込みにくい

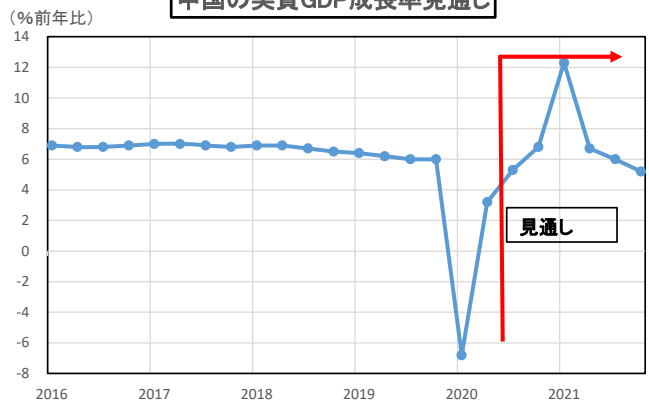
- 経済見通し
  - これまで打ち出された経済対策の効果が顕在化し、20年後半の成長率は前年比5～6%に戻る
  - 4～6月期の成長率の急回復を受けて20年を通しては前年比2.4%(前回の2.1%から0.3ポイント上方修正)、21年は同7.4%(前回の8.2%から0.8ポイント下方修正)と予測

中国の輸出入額の推移



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は20年7月、20年2月の数字は1、2月の合計。

中国の実質GDP成長率見通し

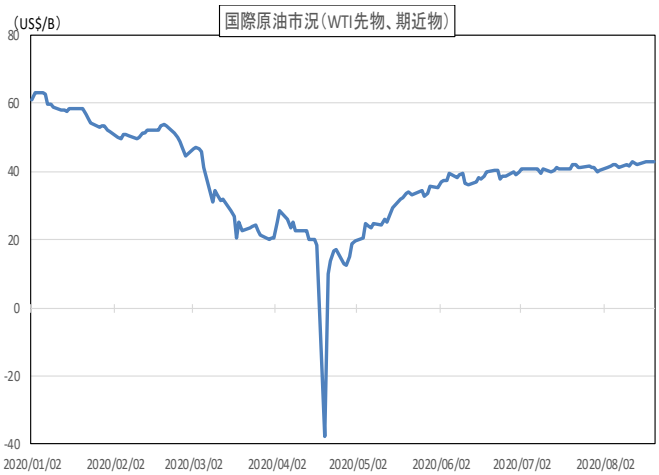


(資料)中国国家統計局、Windより作成、見通しは当社予想。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　⑤原油価格

- 原油価格：協調減産により安定化
  - 17年1月から協調減産を実施してきたOPECプラスによる協調減産（17年1月～）は20年3月で一旦終了したが、アメリカの仲介により23ヶ国は5～6月に日量970 万バレル（世界生産量の約1 割）、7～12月に日量770万バレル、21年1月～22年4月に580万バレルを協調減産することで合意
    - 4月には原油価格（WTI先物、期近）は初のマイナスへ一時的に下落する場面も
    - その後、日量970万バレル減産を7月末まで延長、減産目標も概ね遵守され、価格は安定化
- 原油入着価格の見通し
  - 原油需要の急回復は期待できず、原油価格は軟調に推移するとみられることから、国内への入着価格は20年度下期は40ドル/バレル前後、21年度は40ドル/バレル台後半で推移と予想

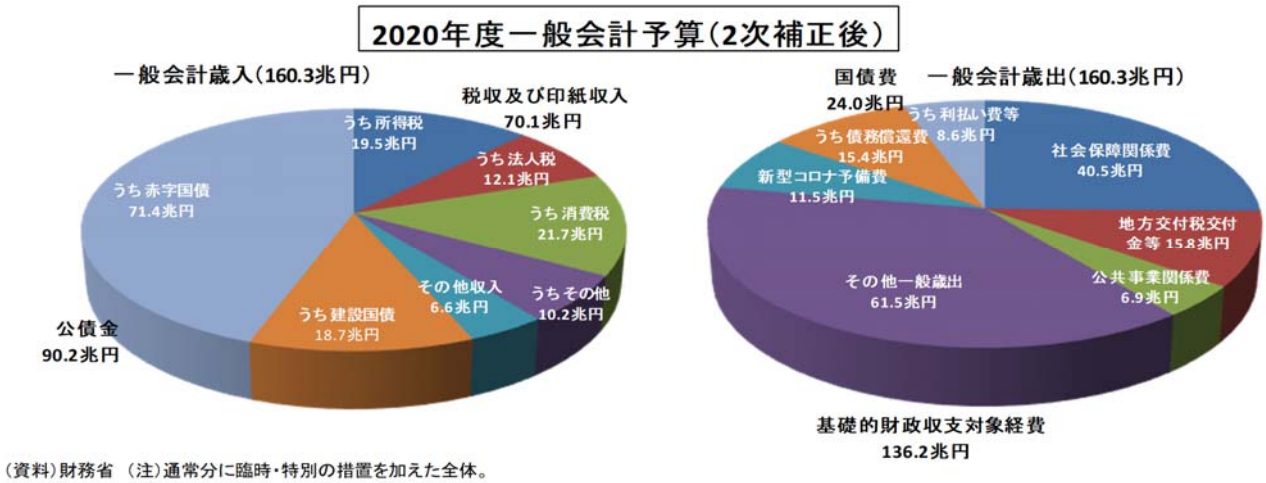


（資料）Bloombergより作成

（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3　国内の経済政策

- 財政政策：2度の補正編成を経て20年度は総額160兆円超の予算規模に
  - 新型コロナ対策として、政府は19年度補正予算（総額3.2兆円）、20年度第1次補正予算（総額25.7兆円）、同第2次補正予算（総額31.9兆円）を編成
  - 20年度の新規国債発行額は90.2兆円（当初予算では32.6兆円）に、財投債は54.2兆円（同じく12.0兆円）へ、それぞれ大幅に増額
  - 新型コロナウイルス対策として11.5兆円の予備費を計上
    - 8月7日には「持続化給付金」事業への充当などとして1兆1,257億円の支出を閣議決定
  - 景気悪化や納税猶予などから歳入欠陥は濃厚であり、さらに国債が増発される可能性も

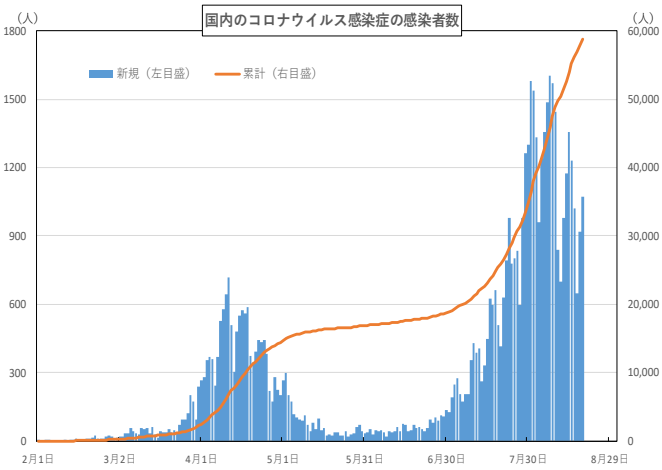


（資料）財務省　（注）通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

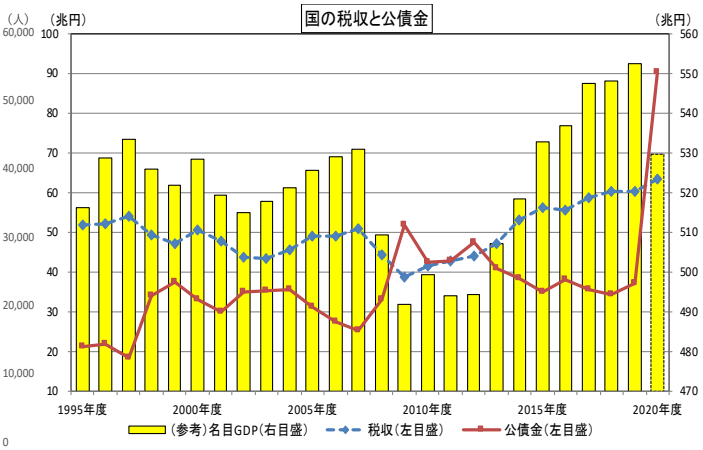
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 21年度予算の編成方針
  - 現時点で必要な経費を見積もることは困難で、かつ作業負担軽減のため、要求期限を9月30日へ先延ばし、予算額を決めずに仕組みや手続きをできる限り簡素なものとする方針
    - 要求額は基本的に20年度当初と同額、新型コロナ対策経費については別途、要望が可能とする
    - 年金・医療等に係る経費の高齢化等に伴ういわゆる自然増、SACO・米軍再編関係経費、厚生年金保険事業に係る国庫負担の繰入れに必要な経費、社会保障の充実等の平年度化に伴う対前年度からの増加の取扱いなどについては予算編成過程で検討

- 「骨太方針2020」は財政健全化目標に触れず
  - 25年度の基礎的財政収支黒字化の達成はほぼ不可能、コロナ後に向けた目標の再構築が焦点に



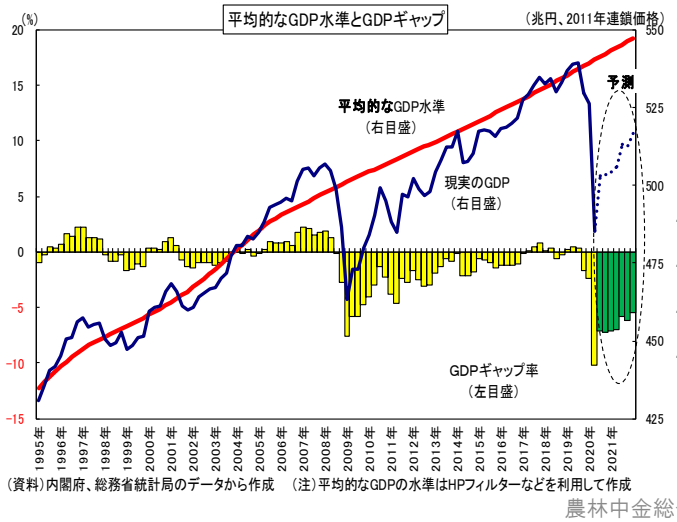
（資料）NHKの集計を基に農林中金総合研究所が作成



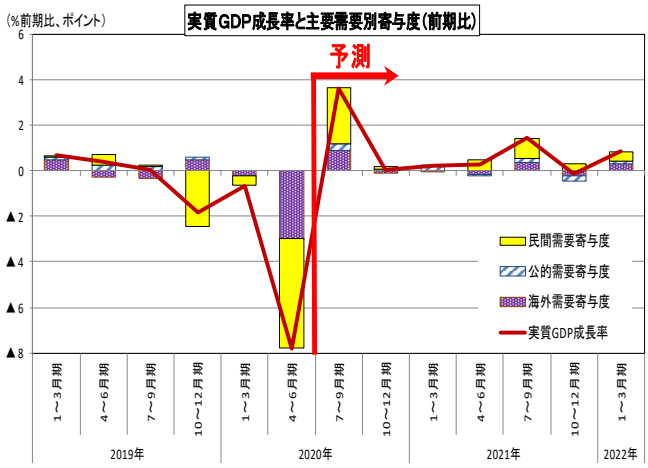
（資料）財務省、国税庁　（注）税収・公債金は2018年度まで決算、19年度は補正後予算、20年度は第2次補正後予算案。20年度の名目GDPは政府経済見通し（内閣府年央試算）。

4　日本経済・物価の見通し

- 総論：2020年度は▲6.5%成長と戦後最大のマイナス成長、21年度は2.7%成長と、鈍いリバウンド
  - 足元7～9月期は、経済活動が再開されたこともあり、前期比年率15.5%と4四半期ぶりにプラスに転じるが、コロナ前から落ち込んだ分の4割程度しか取り戻せず
  - **20年度下期も日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるとの前提の下**、経済活動水準の持ち直しペースはなかなか上がらず、足踏みに近い状態が続く
    - 医療崩壊が懸念される場合には経済活動が再び制限される可能性も
  - その後、21年度にかけて世界全体でも持ち直しの動きが継続、延期された東京オリンピック・パラリンピック（五輪パラ）の開催もあり、夏場にかけて成長ペースが一旦加速
    - 五輪パラ終了後は一旦調整するものの、持ち直しの動き自体は緩慢ながらも継続
    - 直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は早くとも24年度以降と想定



（資料）内閣府、総務省統計局のデータから作成　（注）平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

予測表（年度、半期）

	単位	2018年度（実績）	2019年度（実績）	2020年度（予測）	2021年度（予測）
名目GDP	%	0.1	0.8	▲ 6.1	3.1
実質GDP	%	0.3	0.0	▲ 6.5	2.7
民間需要	%	0.2	▲ 0.5	▲ 6.0	2.8
民間最終消費支出	%	0.1	▲ 0.6	▲ 6.4	3.8
民間住宅	%	▲ 4.9	0.5	▲ 4.4	0.0
民間企業設備	%	1.8	▲ 0.3	▲ 4.6	▲ 0.8
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	0.8	2.5	1.6	1.1
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.7	1.2
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	1.5	0.5
輸出	%	1.7	▲ 2.6	▲ 16.6	7.7
輸入	%	2.6	▲ 1.5	▲ 2.7	5.0
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	▲ 4.1	2.5
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲ 0.4	▲ 4.5	2.2
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.4	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 2.3	0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.8	0.4	0.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	0.1	▲ 1.3	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.6	▲ 0.5	▲ 0.1
（消費税要因を除く）			*(0.2)*	*(▲ 0.9)*	
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）			*(0.5)*	*(▲ 0.5)*	
完全失業率	%	2.4	2.4	3.4	3.5
鉱工業生産　（前年比）	%	0.3	▲ 3.6	▲ 14.3	4.2
経常収支	兆円	19.4	19.7	11.4	19.4
名目GDP比率	%	3.5	3.6	2.2	3.6
為替レート	円/ドル	110.9	108.7	105.9	109.5
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.05	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.10	0.03	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.9	38.4	46.3

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（前期比）

	単位	2019年度	2020年度			2021年度		
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	0.0	▲ 6.5	▲ 6.4	3.9	2.7	1.1	1.8
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.0	▲ 5.2	3.4	2.8	1.3	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 6.4	▲ 6.2	5.4	3.8	1.8	2.1
民間住宅	%	0.5	▲ 4.4	▲ 2.6	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 4.6	▲ 1.7	▲ 3.2	▲ 0.8	▲ 0.3	1.5
公的需要	%	2.5	1.6	0.5	1.9	1.1	0.5	0.1
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	0.5	2.2	1.2	0.6	0.2
公的固定資本形成	%	3.3	1.5	0.7	0.4	0.5	0.3	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 15.4	▲ 16.2	▲ 14.7	▲ 14.2	▲ 14.5	▲ 13.8
輸出	%	▲ 2.6	▲ 16.6	▲ 17.4	9.2	7.7	4.6	4.2
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.7	▲ 1.7	3.2	5.0	3.7	1.8
内需寄与度（前期比）	%	0.2	▲ 4.1	▲ 4.1	1.7	2.5	1.2	0.9
民間需要（　〃　）	%	▲ 0.4	▲ 4.5	▲ 4.2	1.3	2.2	1.0	1.0
公的需要（　〃　）	%	0.6	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.2	▲ 2.3	▲ 2.7	0.3	0.2	0.0	0.1
デフレーター（前年比）	%	0.8	0.4	1.2	▲ 0.3	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.4	3.4	3.1	3.8	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産（前期比）	%	▲ 3.6	▲ 14.3	▲ 14.2	3.9	4.2	1.5	1.5
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	89.0	73.7	77.4	70.0	77.5	75.0	80.0
経常収支	兆円	19.7	11.4	4.6	6.8	19.4	9.6	9.8
貿易収支	兆円	0.8	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 1.0	1.7	0.5	1.2
外国為替レート	円/ドル	108.7	105.9	106.8	105.0	109.5	109.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	38.4	34.3	42.5	46.3	45.0	47.5

（前年同期比）

	単位	2019年度	2020年度			2021年度		
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	0.8	▲ 6.1	▲ 7.3	▲ 5.0	3.1	3.5	2.7
実質GDP	%	0.0	▲ 6.5	▲ 8.4	▲ 4.6	2.7	3.2	2.2
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.0	▲ 8.5	▲ 3.6	2.8	3.1	2.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	▲ 6.4	▲ 9.1	▲ 3.6	3.8	4.7	2.9
民間住宅	%	0.5	▲ 4.4	▲ 6.2	▲ 2.4	0.0	▲ 0.0	0.0
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 4.6	▲ 5.4	▲ 3.9	▲ 0.8	▲ 2.5	1.1
公的需要	%	2.5	1.6	1.3	1.8	1.1	1.8	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	1.2	2.0	1.2	2.1	0.3
公的固定資本形成	%	3.3	1.5	1.6	1.4	0.5	1.0	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 15.4	▲ 16.2	▲ 14.7	▲ 14.2	▲ 14.5	▲ 13.8
輸出	%	▲ 2.6	▲ 16.6	▲ 19.6	▲ 13.5	7.7	9.6	5.9
輸入	%	▲ 1.5	▲ 2.7	▲ 5.8	0.4	5.0	6.0	4.1
国内企業物価　（前年比）	%	0.1	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.3	0.4	▲ 0.1	0.9
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1
完全失業率	%	2.4	3.4	3.1	3.8	3.5	3.6	3.4
鉱工業生産（前年比）	%	▲ 3.6	▲ 14.3	▲ 17.6	▲ 10.8	4.2	5.5	3.0

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

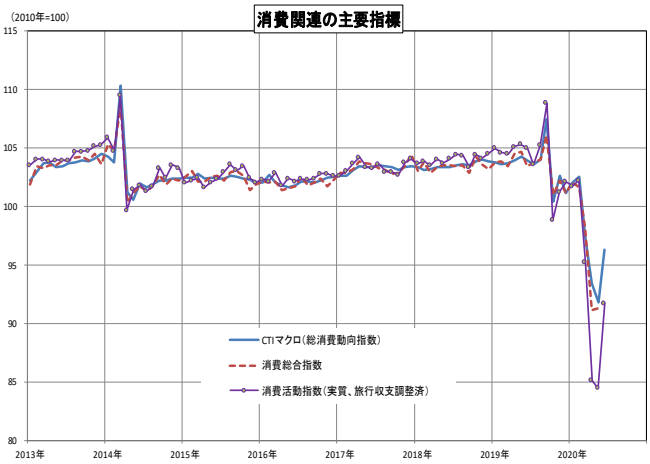
（→予測）

	単位	2019年				2020年				2021年				2022年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.2	0.5	0.4	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 7.4	3.6	▲ 0.9	0.4	1.6	1.3	▲ 1.0	1.1
（年率換算）	%	5.0	1.9	1.7	▲ 5.7	▲ 2.0	▲ 26.4	15.3	▲ 3.6	1.5	6.6	5.4	▲ 4.0	4.5
実質GDP	%	0.7	0.4	0.0	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 7.8	3.7	0.1	0.2	0.3	1.4	▲ 0.1	0.9
（年率換算）	%	2.8	1.7	0.2	▲ 7.0	▲ 2.5	▲ 27.8	15.5	0.3	0.9	1.2	5.9	▲ 0.5	3.5
民間需要	%	0.1	0.6	0.1	▲ 3.2	▲ 0.5	▲ 6.5	1.3	0.1	0.1	1.0	1.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	0.1	0.5	0.4	▲ 2.9	▲ 0.8	▲ 8.2	5.0	0.2	0.4	0.6	2.0	▲ 0.3	0.8
民間住宅	%	1.4	▲ 0.2	1.2	▲ 2.2	▲ 4.2	▲ 0.2	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	0.2	▲ 0.5	0.2	0.5
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.8	0.2	▲ 4.7	1.7	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.1	0.9	▲ 0.3	0.3	0.7	0.9
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.1	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2
公的需要	%	0.5	1.1	0.9	0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	1.1	0.4	0.7	▲ 0.2	0.7	▲ 0.8	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.8	0.3	0.0	▲ 0.3	1.5	0.3	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 1.0	0.5
公的固定資本形成	%	2.5	1.4	1.1	0.6	▲ 0.5	1.2	▲ 0.5	0.8	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	%	▲ 1.8	0.2	▲ 0.6	0.4	▲ 5.4	▲ 18.5	8.5	1.0	0.3	1.5	5.8	▲ 3.0	3.0
輸入	%	▲ 4.5	1.8	0.7	▲ 2.4	▲ 4.2	▲ 0.5	1.9	1.0	0.5	2.0	2.9	▲ 1.5	0.8
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.7	0.3	▲ 2.3	▲ 0.4	▲ 4.8	2.8	0.2	0.3	0.4	1.1	0.1	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.1	▲ 2.4	▲ 0.4	▲ 4.8	2.5	0.1	0.1	0.5	0.9	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 3.0	0.9	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	0.3
GDPデフレーター（前年比）	%	0.2	0.4	0.6	1.2	0.9	1.5	0.9	▲ 0.3	▲ 0.4	0.2	0.3	0.4	0.5
国内企業物価　（前年比）	%	0.9	0.6	▲ 0.9	0.2	0.6	▲ 2.1	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 0.5	0.3	0.5	1.2
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6	▲ 0.1	0.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.2	0.0	0.2
（消費税要因を除く）					*(▲ 0.3)*	*(▲ 0.3)*	*(▲ 1.0)*	*(▲ 0.9)*						
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）					*(0.3)*	*(0.3)*	*(▲ 0.3)*	*(▲ 0.2)*	*(▲ 0.9)*	*(▲ 0.7)*				
完全失業率	%	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.3	3.7	3.8	3.7	3.5	3.4	3.3
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 2.1	0.0	▲ 1.1	▲ 3.6	0.4	▲ 16.9	6.0	1.5	▲ 1.0	2.5	▲ 1.0	1.0	2.0
経常収支（季節調整値）	兆円	5.0	4.9	4.7	5.3	4.9	2.1	2.5	3.0	3.8	4.4	5.2	4.8	5.0
名目GDP比率	%	3.6	3.5	3.4	3.9	3.6	1.7	1.9	2.3	2.9	3.3	3.9	3.6	3.7
為替レート	円/ドル	110.2	109.9	107.3	108.7	108.9	107.6	106.0	105.0	105.0	108.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.02	▲ 0.08	▲ 0.20	▲ 0.09	▲ 0.04	0.00	0.00	0.05	0.05	0.05	0.10	0.10	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	63.5	72.0	66.3	65.6	67.8	30.6	38.0	40.0	45.0	45.0	45.0	45.0	50.0

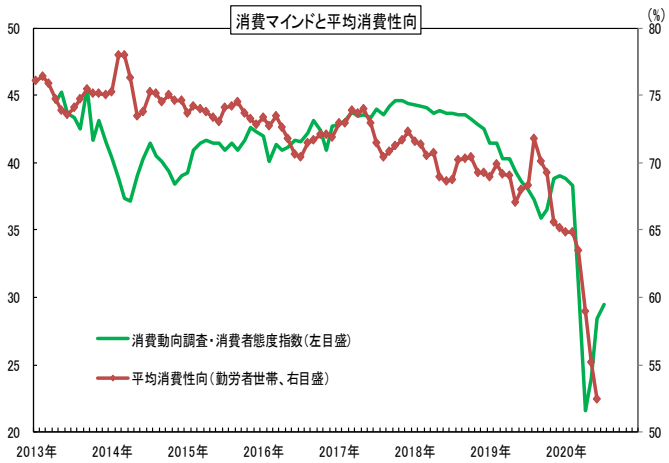
（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 民間消費
  - 緊急期待宣言の解除後、消費マインドや消費行動は緩やかながらも持ち直しに転じたが、新型コロナの感染予防に向けた「新しい生活様式」への対応に加え、自粛ムードが残っていることもあり、回復が遅れている
  - ペントアップ需要に加え、一律10万円の特別定額給付金の配布などで、一部で消費刺激効果が発生
    - 「巣ごもり消費」が堅調であるほか、生活家電・情報家電なども好調
    - 7月の乗用車販売台数（含む軽）は前年比▲12.8%と減少幅を大幅に縮小
  - 一方、「GoToトラベル・キャンペーン」が開始されたが、感染再拡大への警戒から「東京」発着が除外されたほか、自粛ムードも根強く、経済効果が弱まったことは否めない
  - 家計の所得環境は厳しくなりつつあるほか、「新しい生活様式」を心掛けることを前提にすると、消費が順調に回復していく姿は見込みづらい
  - 民間最終消費支出は、20年度：前年度比▲6.4%（7～9月期：同5.0%）、21年度：同3.8%と予測

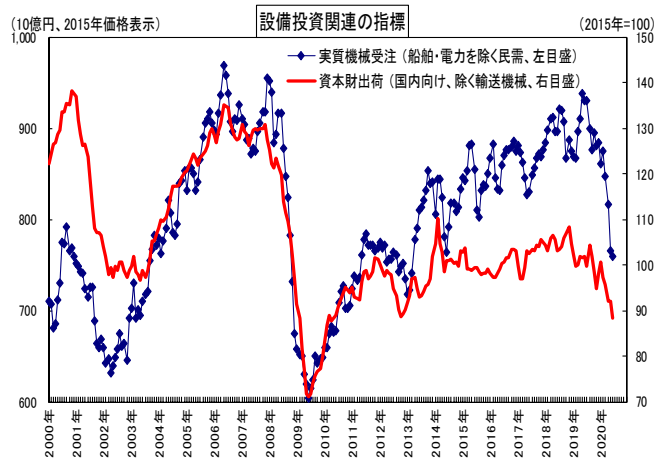


（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各指標を用いて農林中金総合研究所が作成

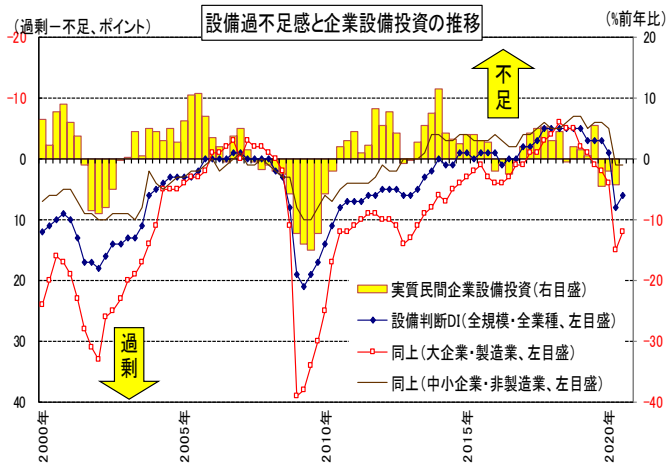


（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）平均消費性向は3ヶ月移動平均

- 企業設備投資
  - 業績悪化で設備投資を見送る動きが強まったとみられる一方で、テレワーク促進に向けた投資は底堅く推移
  - 20年度設備投資計画では増加の見通しが多いが、時間経過とともに下方修正され、最終的に減少に転じることも
    - 日銀短観6月調査では、前年度比1.5%の増加計画（全産業＋金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）であったが、この時期としては異例の下方修正
    - 政投銀の調査では、大企業の国内設備投資計画は前年度比3.9%だが、実績は下振れしやすく、9年ぶりのマイナスとなる公算
  - 慢性的な需要不足状態が続く見込みであり、先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える
  - 中長期的に省力化・省人化ニーズは潜在的に高いとみられるものの、当面は調整色の強い動きが想定される
  - 20年度：前年度比▲4.6%、21年度：同▲0.8%（3年連続の減少）と予測



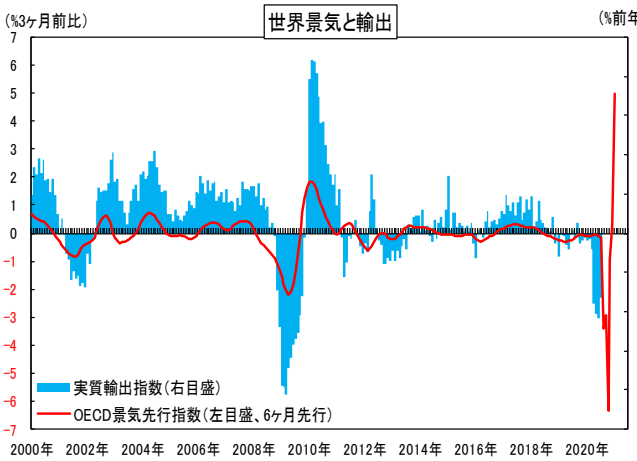
（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。



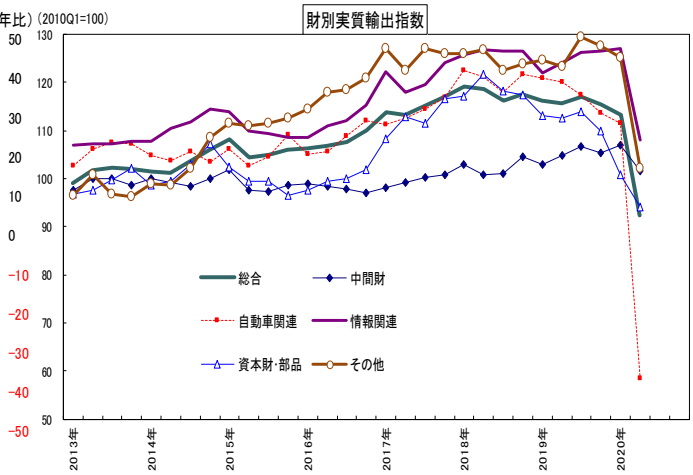
（資料）内閣府、日本銀行　（注）設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 輸出入動向
  - 新型コロナの影響で海外経済が大きく悪化したことから輸出は急減
    - 地域別にみると、中国向けは底堅く推移しているが、それ以外の国・地域向けは大きく減少
    - 財別にみると、自動車関連の落ち込みが激しいが、資本財、中間財の悪化幅は相対的に小さい
  - 20年度の輸出は、年度上期に新型コロナの影響が出ることから前年度比▲16.6%と大幅減、21年度は同7.7%の増加ながらも、前年度の落ち込みからの戻りは鈍い
  - 国内景気も低調な状態が続くことから20年度の輸入は同▲2.7%と2年連続の減少、21年度は5.0%へ回復
  - 20年度の経常収支は11.4兆円（黒字幅は19年度（19.7兆円）から縮小）、21年度は19.4兆円の黒字と予測

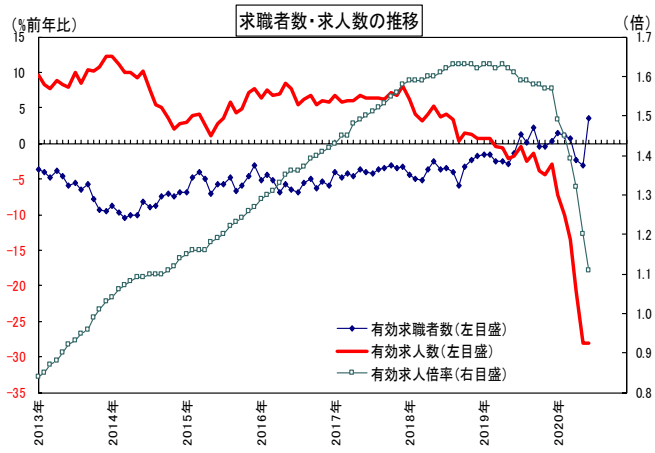


（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

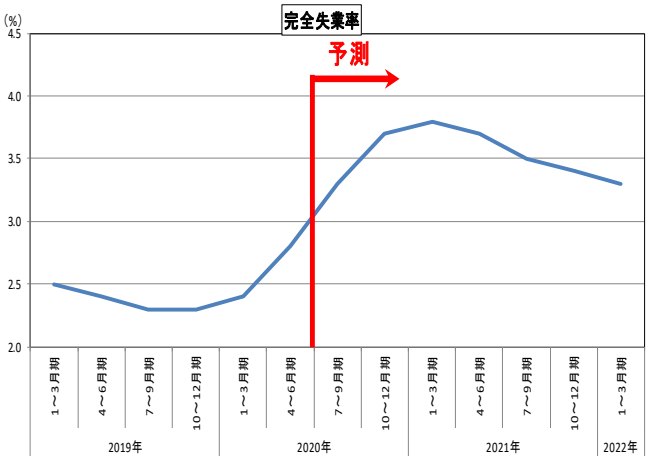


（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算

- 雇用情勢
  - 代表的な雇用関連指標は悪化傾向
    - 失業率は3%目前まで上昇、休業者も4～6月期には411万人まで増加（コロナ前は200万人以下）
    - コロナ前は1.5倍超だった有効求人倍率も1.11倍（6月）まで急低下
    - 労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）の減少は顕著
  - 厳しさを増す家計の所得環境
    - 春季賃上げ率は前年度比2.0%と、アベノミクス始動前以来の低い伸びとなったほか、新型コロナの影響で所定外給与、賞与などが減少
  - 失業率は20年度：3.4%、21年度：3.5%と予測
    - 20年度下期に4%近くまで上昇した後、21年度は緩やかに低下（22年1～3月期は3.3%）



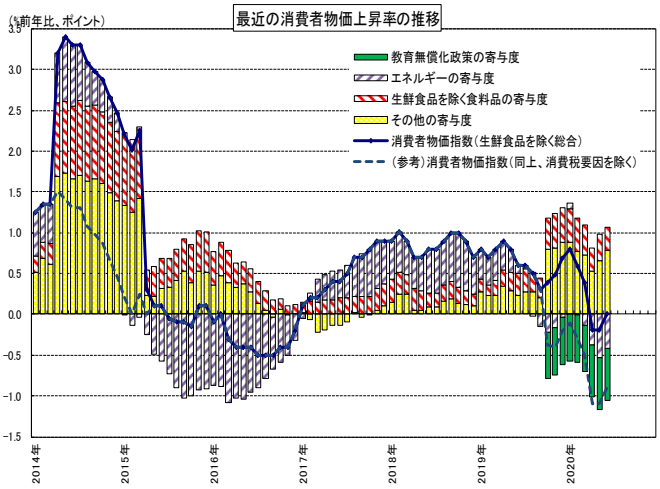
（資料）厚生労働省



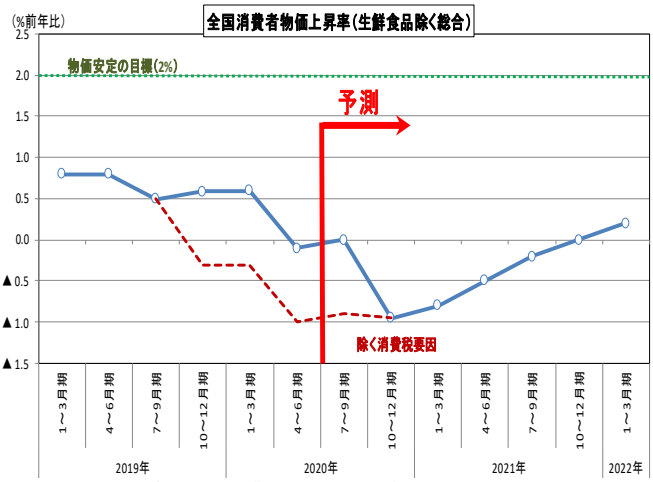
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 物価動向
  - 20年6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比0.0%と、4～5月の下落から脱したが、消費税要因を除けば同▲1%前後の下落と推測される
    - 消費税率10%への引上げは19年10月～20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げる一方、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げると想定される
    - 7月の東京都区部消費者物価は同0.4%と、このところ上昇率を高める動きも
  - 20年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比▲0.5%（消費税要因を除くと同▲0.9%）と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.1%で、下期にはプラスに転じるものの、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



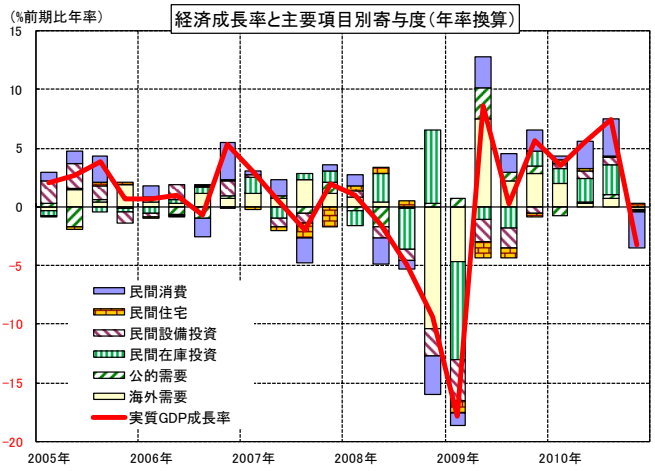
（資料）総務省統計局の公表統計より作成



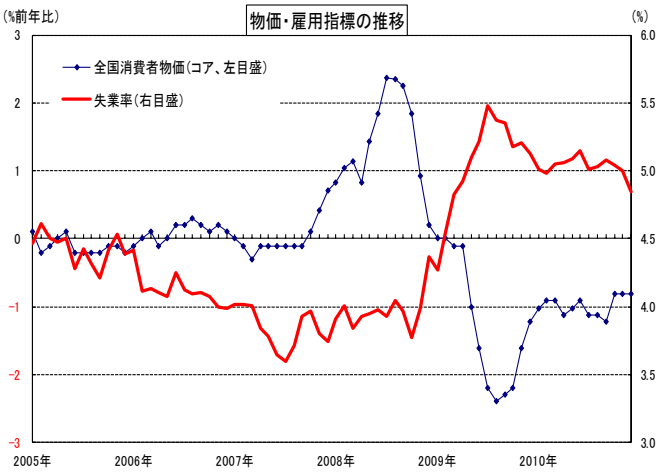
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

（参考） リーマン・ショック前後の主要経済指標

- コロナ禍による景気の落ち込みは「リーマン・ショック」時を上回った
  - 実質成長率はリーマン・ショック前から既にマイナス成長となっていたが、直後の08年10～12月期は前期比年率▲9.4%、1～3月期は同▲17.8%
    - 08年度下期にかけて実質GDPは累計35兆円の減少（今回は直近2四半期で累計44兆円の減少）
    - このうち輸出の寄与度はそれぞれ▲9.2ポイント、▲16.2ポイント
  - 18年7～9月期の実質GDP水準を回復したのは5年後（13年7～9月期）
    - この間、猛烈な円高圧力に直面したほか、東日本大震災による被害も
  - 07年度の失業率は9年ぶりの低水準となる3%台まで低下していたが、08年秋以降は急上昇、09年7月には5.5%（03年4月と並ぶ過去最悪水準）まで高まった
  - 消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、08年入り後の原油高の影響から、08年7～8月には前年比2.4%まで上昇率を高めたが、09年8月には同▲2.4%まで下落（いずれも15年基準の指数を使用）



（資料）内閣府経済社会総合研究所



（資料）厚生労働省、総務省統計局

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

金融市場

当社のホームページのアドレス　https://www.nochuri.co.jp

2020年9月号　第31巻　第9号･通巻358号

編集･発行（株）農林中金総合研究所　〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11　アグリスクエア新宿
03（6362）7700（代表）
03（6362）7757（調査第二部）
03（3351）1154（ＦＡＸ）

印　刷　所　　（株）謄 栄 社